

## 海底撈 | 6862.HK

### 中國及全球增長最快的主要中式餐飲品牌

海底撈是內地領先、快速增長的中式餐飲品牌，主打火鍋品類。集團擁有及營運的餐廳數量達 362 家，包括中國內地的 331 家餐廳以及 31 家位於臺灣、香港及海外在新加坡、韓國、日本及美國的餐廳。內地餐飲服務市場近年來穩步增長，總收入於 2013–2017 年的複合年增長率為 10.7%。按 2017 年來計算，中式餐飲佔內地餐飲服務市場份額的 80.5%，由 2013–2017 年的複合年增長率為 9.9%，當中火鍋占中式餐飲市的 13.7%，複合年增長率為 11.6%，內地中式餐飲市場高度分散，前五大經營者僅佔總市場份額的 0.8%。若以按收入計算，海底撈 2017 於火鍋市場市占率為 2.2%，遠高於主要競爭對手同期 0.8%-0.9% 的市佔率。

### 二三線城市收入增長強勁

集團的營業收入由 2015 年的 57.6 億元人民幣增長至 2017 年的 106.3 億元，複合年增長率為 35.9%。同時，集團的利潤由 2015 年的 4.12 億增長至 2017 年的 11.94 億元，複合年增長率為 70.5%。2018 年上半年，集團的營業收入錄得按年增長 54.4% 至 73.4 億元，期內淨利潤錄得按年增長 17% 至 6.47 億元。同期，集團新增 71 家門店，當中大部分都集中在二三線城市，根據招股書資料，一線城市占總收 24.5%，上半年來自一線城市的收入按年增長 26.1% 至 18 億元，二線城市占總收入 47.1%，其收入按年增長 48.2% 至 34.6 億，而三線城市占總收入 19%，來自三線及以下城市的收入按年增長 1.2 倍至 14 億。由翻台率資料顯示，今年上半年二線城市的翻台率為 5.1 次/天，較集團整體翻台率 4.9 次/天為高。

根據招股書資料，於 2015-2017 年期間，集團收入最大來源是餐廳經營業務，平均占比約 97.8%，其餘則是外賣業務占比約 1.7%，及銷售調味品業務占約 0.3%。於期內，餐廳經營的經營利潤率分別是 18.5%/25.1%/21.9%，而今年上半年僅錄得 19.7%，主要是受到集團上半年經營開支按年增長 60% 引致，而集團的經營利潤率亦由去年同期的 11.6% 下降至 8.8%。

### 上半年二三線城市同店銷售增長率放緩

集團的同店銷售增長率於 2016-2017 年分別是 14.1% 及 14.0%，而截至 2018 年上半年同店銷售增長為 6.4%，除了海外餐廳的同店銷售錄得按年下跌 2.8% 外，當中之其一線、二線及三線同店銷售增長為 12%/4.1%/6.3%，較去年全年增長 13%/14%/16%，明顯放緩。另外，集團於 2015 年-2017 年期間，集團整體翻台率為 4.0、4.5 及 5.0，而新店的翻台率分別為 4.8、4.6、4.8，但是 2018 年上半年的翻台率則下降至 4.2，而整體翻台率由 2017 年的 5.0 降至 4.9。從顧客人均消費來看，2018 年上半年來自一線城市的最高，為 106 元，二線城市為 94.2 元，三線及以下城市為 91.8 元。

### 估值高於行業平均水準

若按集團是次招股範圍計算，相當於 2017 年 59.7-71.8 歷史市盈率，估值遠高於內地及國際同業同期平均 25 倍估值，但集團去年經營利潤率低於香港上市同業及國際同業，淨利潤率亦低於行業平均水準，我們認為集團是次招股範圍的估值偏高。另外，集團近 3 個財年淨負債比率持續攀升，由 2015 年底 22.7%，增加至 2017 年底 73%，高於國際同業平均水準(平均值 55.0%)。至 2018 年上半年，集團淨負債比率降至 50.7%，隨著是次集資所得 15% 將用於償還債務，預期淨負債比率可進一步降低。

### 潛在風險

- 過份擴展，導致管理風險及不確定性不斷增加
- 客戶用餐體驗品質下降
- 未能維持或提升品牌認可度或聲譽
- 依賴若干人士提供的物資及服務
- 或會面臨重大責任索償或投訴

### 招股資料 (行使超額配股權前)

每股發行價	14.8 - 17.8 港元
發售股份數目	4.25 億股
集資淨額	62.8 - 75.6 億港元
上市後市值(以招股發行價計)	784 - 943 億港元
歷史市盈率(按招股價範圍及集團截至 2017 年 12 月底止財年盈利計算)	59.7 - 71.8 倍
聯席保薦人	高盛、招銀國際
主要股東 (緊隨全球發售完成後)	張勇：68.60% 施永宏：16.39%

資料來源：招股書

### 招股時間表

申請時間	2018 年 9 月 12 日至 2018 年 9 月 17 日
定價日期	2018 年 9 月 18 日
公佈分配結果	2018 年 9 月 24 日
上市日期	2018 年 9 月 26 日

資料來源：招股書

### 集資淨額用途(%)

用於擴展業務	約 60%
用於新科技應用及發展	約 20%
用於償還債務	約 15%
作一般營運資金	約 5%

資料來源：招股書

### 財務表現摘要

截至 12 月 31 日 (億元人民幣)	2015	2016	2017	2018 上半年
收入	57.6	78.1	106.3	73.4
經營溢利	10.6	19.5	23.1	14.2
除稅前溢利	5.6	13.4	16.2	9.0
年度/期內溢利	4.1	9.8	11.9	6.4
每股盈利	0.06	0.16	0.21	0.13

資料來源：招股書

圖表 1: 香港、內地及國際上市同業估值比較

公司名稱	彭博代碼	市值(百萬港元)	Price (HKD)	股價表現		市盈率(x)						市賬率(x)					
				3個月	年初至今	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
<b>香港上市同業</b>																	
呷哺呷哺	520 HK	11,425	10.62	(37.5)	(32.5)	34.8	26.2	23.4	19.1	15.3	12.3	6.4	5.9	4.8	4.2	3.6	3.0
頤海國際	1579 HK	17,630	16.84	4.2	124.2	-	61.6	54.2	33.7	25.2	19.5	-	12.5	9.8	7.8	6.0	4.9
味千(中國)	538 HK	3,591	3.29	4.8	(11.6)	19.4	4.6	-6.3	13.8	12.9	10.9	1.3	1.0	1.1	1.1	1.0	0.9
稻香控股	573 HK	1,413	1.39	0.7	0.0	8.3	8.0	15.9	-	-	-	0.8	0.8	0.8	-	-	-
翠華控股	1314 HK	1,185	0.84	(22.4)	(25.1)	7.5	16.6	13.1	10.5	12.0	8.4	1.0	1.0	1.0	-	0.8	0.7
國際天食	3666 HK	598	0.27	(21.1)	(11.1)	-3.4	11.5	5.1	-	-	-	0.5	0.6	0.6	-	-	-
唐宮中國	1181 HK	1,325	1.24	(30.4)	(14.8)	21.8	11.1	8.7	9.8	8.3	7.8	2.6	2.5	2.1	2.6	2.6	2.5
譽宴集團	1483 HK	1,083	1.94	(14.2)	(6.7)	-194.0	-16.2	-17.6	-	-	-	10.4	27.6	8.3	-	-	-
平均		4,781		3.2	124.2	18.3	19.9	20.1	17.4	14.7	11.8	3.3	6.5	3.6	3.9	2.8	2.4
<b>內地及國際同業</b>																	
全聚德	002186 CH	4,622	14.98	(18.7)	(25.7)	28.6	28.3	29.4	25.4	22.8	22.7	2.8	2.9	2.5	-	-	-
王將食品服務有限公司	9936 JP	11,989	514.85	16.6	35.6	38.9	37.7	35.2	36.2	29.8	27.0	3.7	3.3	3.1	-	-	-
壹番屋有限公司	7630 JP	9,815	307.43	(15.4)	(3.9)	52.2	43.5	-	39.7	43.4	40.9	5.8	4.9	-	-	-	-
Saizeriya Co Ltd	7581 JP	7,882	150.79	(17.0)	(43.2)	30.7	20.2	14.1	17.4	16.1	15.3	1.7	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
Kura Corp	2695 JP	10,788	521.19	(7.6)	12.1	38.5	32.9	30.3	27.3	24.4	21.8	6.1	4.6	4.3	3.8	3.3	3.0
百勝餐飲	YUM US	220,018	693.29	6.9	8.2	30.3	21.4	23.0	25.1	23.2	20.9	41.2	-5.7	-4.7	-3.6	-3.2	-2.9
Yum China Holdings Inc	YUMC US	97,671	254.85	(21.4)	(18.9)	-	24.1	31.4	21.7	19.8	17.6	-	5.3	4.5	3.9	3.5	3.0
麥當勞公司	MCD US	1,003,119	1,293.02	(1.1)	(4.3)	34.6	30.3	25.8	21.5	20.1	18.6	21.3	-62.0	-40.2	-29.4	-27.1	-15.1
溫蒂公司	WEN US	32,961	139.08	(0.3)	7.9	35.9	36.6	22.6	31.8	25.8	21.0	6.5	8.4	7.5	10.9	15.0	20.4
Jack in the Box公司	JACK US	18,136	665.43	(0.3)	(13.6)	29.7	23.3	19.4	21.9	18.8	16.6	192.6	-12.8	-6.5	-4.4	-2.2	-2.0
國際餐飲品牌公司	QSR CN	215,565	461.06	(2.2)	(1.1)	116.6	40.1	22.4	21.9	20.5	18.3	10.0	8.2	6.5	9.2	8.3	9.4
BJ's餐廳公司	BJRI US	11,985	570.22	28.0	99.6	41.8	38.5	34.8	33.9	30.5	24.7	5.7	6.0	5.8	5.3	5.0	4.4
餐飲品牌全球公司	DIN US	11,203	633.01	11.8	59.0	14.7	15.2	-4.4	15.4	11.5	10.6	5.7	5.8	-9.9	-	-	-
Bloomin' Brands公司	BLMN US	13,495	145.83	(14.3)	(12.9)	18.1	50.8	18.0	13.0	12.3	11.5	5.5	10.7	44.5	18.7	10.5	13.4
布爾克國際公司	EAT US	14,678	359.56	(7.5)	17.9	14.9	13.4	15.5	13.0	12.1	11.6	-35.8	-11.4	-4.5	-4.2	-2.8	-2.8
丹尼斯公司	DENN US	7,114	112.24	(8.0)	8.0	32.9	55.6	24.8	21.2	19.1	16.6	-18.4	-14.5	-9.5	-8.0	-7.5	-
MK餐飲集團公司	M TB	16,107	17.49	(7.0)	(15.2)	37.8	34.6	28.7	24.5	22.1	20.2	5.7	5.5	4.9	4.8	4.6	4.5
平均		128,680		15.6	30.4	37.1	32.1	25.0	24.2	21.9	19.8	30.0	6.8	11.1	8.1	7.2	8.3

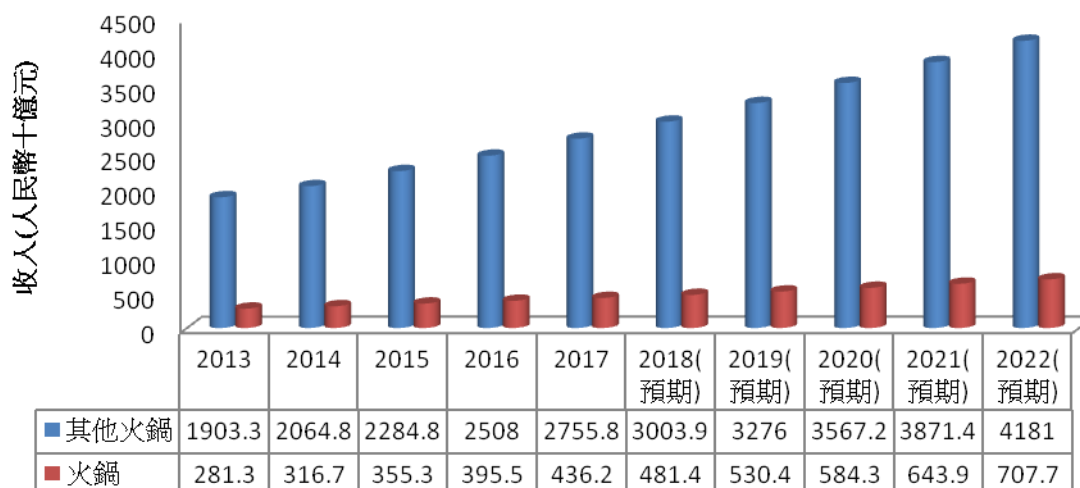
資料來源: 彭博, 信達國際研究

圖表 2: 香港、內地及國際上市同業淨負債比率及盈利能力比較

公司名稱	彭博代碼	股本回報率 (%)		資產回報率 (%)		淨負債比率 (%)	FY17		
		FY17	FY17	FY17	FY17		毛利率 (%)	經營利潤率 (%)	淨利潤率 (%)
<b>香港上市同業</b>									
呷哺呷哺	520 HK	21.6	15.5	(74.8)	N/A	15%	11%		
頤海國際	1579 HK	18.9	16.2	(77.2)	37%	25%	16%		
味千(中國)	538 HK	8.2	6.2	(41.2)	75%	-23%	-21%		
稻香控股	573 HK	5.0	3.4	(19.0)	10%	2%	2%		
翠華控股	1314 HK	8.1	6.3	(36.6)	71%	5%	5%		
國際天食	3666 HK	11.3	5.7	12.0	73%	8%	5%		
唐宮中國	1181 HK	26.0	15.8	(68.0)	N/A	14%	10%		
譽宴集團	1483 HK	(61.8)	(11.3)	(3.1)	73%	-15%	-15%		
平均		14.2	9.9	12.0	56.6%	11.7%	8.2%		
<b>內地及國際同業</b>									
全聚德	002186 CH	9.7	7.1	(64.1)	62%	9%	7%		
王將食品服務有限公司	9936 JP	9.2	6.4	(3.3)	70%	7%	5%		
壹番屋有限公司	7630 JP	N/A	N/A	-	N/A	N/A	N/A		
Saizeriya Co Ltd	7581 JP	10.1	7.9	(46.4)	65%	8%	5%		
Kura Corp	2695 JP	15.9	10.4	(23.9)	54%	5%	4%		
百勝餐飲	YUM US	N/A	27.9	-	46%	47%	23%		
Yum China Holdings Inc	YUMC US	23.2	15.0	(43.2)	17%	11%	6%		
麥當勞公司	MCD US	N/A	16.8	-	47%	42%	23%		
溫蒂公司	WEN US	19.4	2.7	450.6	58%	18%	16%		
Jack in the Box公司	JACK US	N/A	9.6	-	38%	17%	9%		
國際餐飲品牌公司	QSR CN	20.0	1.9	242.3	49%	38%	14%		
BJ's餐廳公司	BJRI US	18.6	7.1	53.8	17%	4%	4%		
餐飲品牌全球公司	DIN US	N/A	3.4	-	56%	-60%	-55%		
Bloomin' Brands公司	BLMN US	134.0	5.7	2,000.9	17%	3%	2%		
布爾克國際公司	EAT US	N/A	11.1	-	18%	8%	5%		
丹尼斯公司	DENN US	N/A	13.1	-	31%	13%	7%		
MK餐飲集團公司	M TB	17.5	14.9	(70.5)	68%	18%	15%		
平均		35.5	10.7	686.9	39.7%	18.7%	10.7%		

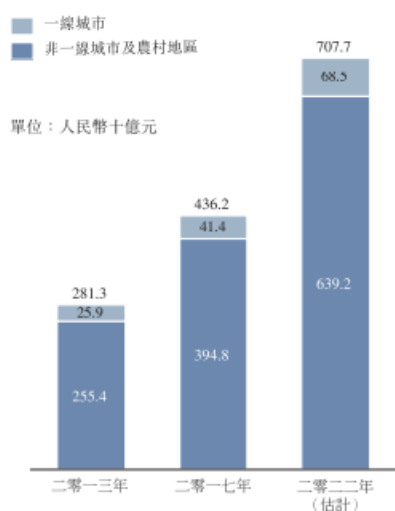
資料來源: 彭博, 信達國際研究

圖表二:火鍋餐廳於中國餐飲服務市場增長強勁:



資料來源: 國家統計局, 弗若斯特·沙利文分析

圖表三:中國火鍋餐廳市場的增長及其在中式餐飲市場所占的市場份額(按收入計)



	複合年增長率	
	二零一三年至二零一七年	二零一七年至二零二二年 (估計)
火鍋餐廳市場總計	11.6%	10.2%
一線城市	12.4%	10.6%
非一線城市及農村地區	11.5%	10.1%

	火鍋分部佔中式餐飲市場的百分比		
	二零一三年	二零一七年	二零二二年 (估計)
火鍋餐廳市場總計	12.9%	13.7%	14.5%
一線城市	12.8%	13.6%	14.4%
非一線城市及農村地區	12.9%	13.7%	14.5%

Source: 國家統計局及招股書

圖表四: 餐廳網路擴展

	截至十二月三十一日止年度			截至六月三十日止六個月
	二零一五年	二零一六年	二零一七年	二零一八年
期初餐廳數量	112	146	176	273
期內新開設餐廳數量	36	32	98	71
期內關閉餐廳數量	2	2	1	3
期末餐廳數量	146	176	273	341

資料來源: 招股書

圖表五：集團的翻台率

	截至十二月三十一日止年度			截至六月三十日止六個月	
	二零一五年	二零一六年	二零一七年	二零一七年	二零一八年
<b>整體</b>					
<b>顧客人均消費<sup>(1)</sup>(人民幣)</b>					
一線城市 .....	93.2	95.3	98.3	101.2	106.0
二線城市 .....	86.1	88.5	92.6	90.7	94.2
三線及以下城市 .....	89.8	92.8	94.5	90.5	91.8
中國內地餐廳 .....	89.2	91.4	94.6	93.8	96.6
中國內地以外 .....	215.2	215.4	179.6	211.5	196.1
<b>整體 .....</b>	<b>91.8</b>	<b>94.5</b>	<b>97.7</b>	<b>97.0</b>	<b>100.3</b>
<b>翻檯率<sup>(2)</sup>(次/天)</b>					
一線城市 .....	3.9	4.3	4.8	4.7	4.9
二線城市 .....	4.1	4.8	5.2	5.2	5.1
三線及以下城市 .....	3.5	4.3	4.7	4.7	4.6
中國內地餐廳 .....	4.0	4.5	5.0	5.0	5.0
中國內地以外 .....	4.4	4.8	4.4 <sup>(3)</sup>	4.4 <sup>(3)</sup>	3.7 <sup>(3)</sup>
<b>整體 .....</b>	<b>4.0</b>	<b>4.5</b>	<b>5.0</b>	<b>5.0</b>	<b>4.9</b>
<b>新餐廳及現有餐廳<sup>(4)</sup></b>					
<b>翻檯率<sup>(2)</sup>(次/天)</b>					
新開餐廳 .....	4.1	4.8	4.6	4.8	4.2
現有餐廳 .....	4.0	4.5	5.1	5.0	5.0

(1) 按期內餐廳經營所得總收入除以期內服務顧客總數計算。有關如何計算服務顧客總數的進一步詳情請參閱「業務－我們的業務－餐廳業務－餐廳表現」一節第一個圖表的附註。

資料來源：招股書

---

## 分析員名單

		電話	電郵
趙晞文	研究部董事	(852)2235 7677	<a href="mailto:hayman.chiu@cinda.com.hk">hayman.chiu@cinda.com.hk</a>
彭日飛	聯席董事	(852)2235 7847	<a href="mailto:lewis.pang@cinda.com.hk">lewis.pang@cinda.com.hk</a>
李憲	高級分析員	(852)2235 7619	<a href="mailto:kenneth.li@cinda.com.hk">kenneth.li@cinda.com.hk</a>
李芳芳	分析員	(852)2235 7617	<a href="mailto:farica.li@cinda.com.hk">farica.li@cinda.com.hk</a>
陳鉉悠	分析員	(852)2235 7170	<a href="mailto:chloe.chan@cinda.com.hk">chloe.chan@cinda.com.hk</a>
李芷瑩	分析員	(852)2235 7515	<a href="mailto:edith.li@cinda.com.hk">edith.li@cinda.com.hk</a>

## 分析員保證

本人保證，於此報告內載有的所有觀點，均準確地反映本人對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。本人亦同時保證本人的報酬，與此報告內的所有意見及建議均沒有任何直接或間接的關係。

## 免責聲明

此報告乃是由信達國際研究有限公司所編寫。本報告之意見由本公司雇員搜集各資料、資料等分析後認真地提出。本公司認為報告所提供之資料均屬可靠，但本公司並不對各有關分析或資料之準確性及全面性作出保證，客戶或讀者不應完全依賴此一報告之內容作為投資準則。各項分析和資料更可能因香港或世界各地政經問題變化時移而勢異有所調整，本報告之內容如有任何改變，恕不另行通知。本報告所載之資料僅作參考之用，並不構成買賣建議。公司對任何因依靠本報告任何內容作出的任何買賣而招致之任何損失，概不承擔任何責任。本報告之全部或部份內容不可複製予其他任何人仕。