

2018年09月17日

海底捞 (H000897)

# 深度：写在上市前夕，探究“海底捞”版图扩张空间

我们团队在5月发布深度报告一《好赛道好企业，剖析海底捞成功秘笈》，对火锅行业及公司基本面做了梳理。本篇报告进一步解决几个更深层次的问题：**海底捞短期和远期能开多少家店？人才储备和门店管理是否能跟上？食品安全如何得到保障？供应链是否能跟上快速扩张？短期和远期的估值分别给多少？**等一系列核心问题，给予**40页**的深度解答。

**■优质赛道+“学不会”竞争优势，成为公司门店快速扩张的基石：①火锅行业为好赛道：**火锅行业选菜和锅底的高自由度使得受众群体广、重麻重辣成瘾性强使得回头客高、高互动性带来社交聚餐等刚性需求，三大要素使得火锅成为餐饮中的好赛道。**②易标准化使得企业可做大：**火锅门店核心优势在于原材料、锅底等易标准化，专业化厨师要求少，相比其他餐饮更适合做门店的连锁扩张。**③为什么海底捞学不会？**我们认为海底捞成功的最根本要素就是管理，领先的管理制度+动态的管理创新，是其真正护城河；并由此带来了好服务和强复制两大核心优势，奠定其成为全国连锁火锅龙头的成功基础。**④快速开店下同店数据依旧优秀，门店扩张推动业绩成长：**公司18H1开店71家大幅提速，整体同店翻台率5.2次/天相比17H1的5.0次/天仍实现了小幅提升。但我们认为公司未来业绩核心驱动因素主要来自全国范围内的门店快速扩张，而非存量店翻台率和客单价的提升。公司的现阶段翻台率已处较好水平，继续提升会一定程度延长顾客排队时间和体验度，且客单价未来更多仅在原材料提升较大情况下实现涨价，用于减轻成本波动风险而非提高业绩。

**■快速扩张是否可持续及其影响因素？**我们认为影响公司是否能快速扩张的核心因素为人才储备、品牌力、供应链以及开店资金。**①人才储备是否充足？**海底捞18H1已开门店341家，储备店长人数400余人，与我们预测的2020年开店至1045家仍存在304名储备店长的缺口。对此，我们从公司现有机制下的可成为候选店长的潜在管理人才：大堂经理、后堂经理、值班经理、领班等门店管理人员的数量进行测算，得到公司现阶段的潜在店长候选人总数达3069~4433人，核心人才足够支撑快速扩张。**②品牌力是否会被稀释？**海底捞的品牌力主要源于服务致胜和食品安全的严格把控，而非口味的顶尖。对此公司为持续维持好品牌力优势，在服务方面，对门店服务及店长均设置严格且持续性的服务监督体系：轮岗并胜任10个基层职务+C级店长淘汰制且牵连师傅师爷+9200名神秘嘉宾严格并持续的服务监督，用严格且完善的监督体制，确保快速扩张门店服务保质保量；在食品安全方面，公司在每家门店均特设1~2位食品安全负责人，共计500余人基于60多项的门店食品安全及卫生指标实施持续监督，在关联方颐海、蜀海等企业同样有300多位食品安全专员确保食品卫生安全；并在日常的考核机制中让神秘嘉宾对门店厨房进行突击检查，店长若出现食品安全问题则将被直接降至C级面临

## 公司新股定价

证券研究报告

餐饮

询价区间：	- 元
定价区间：	- 元

### 发行数据

总股本(万股)	-
发行数量(万股)	-
网下发行(万股)	-
网上发行(万股)	-
保荐机构	-
发行日期	-
发行方式	-

### 股东信息

**黄守宏** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450511020024  
huangsh@essence.com.cn  
021-35082092

### 相关报告

被免职风险等一系列监督和惩罚措施，确保快速扩张下的食品安全。③**配套供应链是否跟得上？**公司高度市场化的关联方（颐海、蜀海等）一般在年初会得到公司本年度扩张计划，且公司长期全国布局的决心明确，关联均已提早进行产能及供应环节的布局。此外，海底捞持续对合格第三方进行维护，确保关联方供应不足情况下依旧不影响门店扩张和供应。④**开店资金是否足够？**公司门店强盈利下，单店 800~1000 万投资对应的现金回收期短+IPO 有望募资 55~66 亿元且 60% 用于开店缓解 18-19 年资金压力+自身现金流 19 年预计超 42 亿元稳健且有望持续增长，三方面支撑快速扩张下的资金压力小。

■**海底捞门店扩张空间有多大？**对于门店空间测算，我们核心参考了火锅消费频次和门店人口密度的两大核心指标进行测算，预计海底捞短期（2018-20 年）在一二三线城市的门店人口密度有望分别至 45 万、60 万、75 万常住人口/单店，消费频次分别为 1.15 次/年、0.90 次/年、0.55 次/年，并结合一二三线城市人口总数 7290 万人/29215 万人/30727 万人（重庆成都密度减半），计算得出 2020 年初步成熟状态下的一二三线城市门店数分别为 162 家、448 家、410 家，合计在 2020 年有望开店至 1045 家。

■**海底捞估值有多少？**我们基于上述 2018-20 年门店数分别达到 493 家/756 家/1045 家的核心假设下，按四个系列的城市分类和 3 个阶段的门店成熟度，划分建立了 12 个单店模型并测算海底捞 2018-20 年的收入预计分别为 171 亿元/264 亿元/367 亿元，对应归母净利润分别为 19.7 亿元/29.6 亿元/40.1 亿元。预计上市初期的市值在 590-690 亿元左右，对应 18 年 PE 30~35x。

■**风险提示：门店扩张进度不及预期、供应链配套不及预期、人才储备不及预期、管理能力不及预期、服务质量下降风险、原料上涨风险、行业竞争加剧风险、食品卫生质量风险。**

摘要(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	7,805.5	10,632.7	17,115.8	26,435.0	36,696.9
净利润	742.4	1,028.2	1,969.9	2,956.2	4,014.4
每股收益(元)	-	-	-	-	-
每股净资产(元)	-	-	-	-	-

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	-	-	-	-	-
市净率(倍)	-	-	-	-	-
净利润率	12.6%	11.2%	11.5%	11.2%	10.9%
净资产收益率	-	-	-	-	-
股息收益率	-	-	-	-	-
ROIC	-	-	-	-	-

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1. 火锅为什么是中餐企业的好赛道？</b>	<b>6</b>
1.1. 四大特性奠定：火锅行业为中餐企业能够做大的好赛道	6
1.2. 城市化+收入增长+冷链下沉：火锅行业未来 5 年 CAGR 预计达 10.2%	6
1.3. 竞争格局：海底捞定位中高端，快速展店下龙头地位有望持续强化	7
<b>2. 海底捞为何学不会？企业管理为真正护城河</b>	<b>9</b>
2.1. 服务推动口碑和利润：翻台率数据突出，ROA 达 50.4%	10
2.1.1. 用“心”对待员工，使得员工自发做好服务+创造价值	10
2.1.2. 全方位+个性化的用餐服务，顾客满意度及口碑脱颖而出	12
2.1.3. 只对店长考核员工积极性和顾客满意度，源头抓服务	13
2.1.4. 好口碑积累回头客，翻台率提升至业内领先水平	14
2.1.5. 未来 3 年二三线城市开店为主，租金优势有望延续	14
2.2. 管理奠定门店扩张：奖金师徒制+流程标准化+IPO 助力，门店复制强劲	16
2.2.1. 师徒制下储备店长数量充足，支撑门店快速扩张	16
2.2.2. 产业链打通+开店标准化，门店扩张有序推进	18
2.2.3. 投资回收快+IPO 助力+稳健现金流，全国扩张资金压力小	20
2.3. 现有优秀机制难掌握，动态管理创新难被模仿	22
2.4. 严格的淘汰机制+持续的服务监督，确保高速扩张下门店服务质量不下降	22
2.5. 门店专员监管+供应商严格把关，层层保障食品安全	23
2.6. 关联方积极扩产+第三方储备充足，确保高速扩张下供应链同步跟进	23
<b>3. 海底捞全国扩张空间有多大？</b>	<b>25</b>
3.1. 单店模型假设：一二三线及海外城市 12 个单店模型，测算未来业绩	25
3.2. 中期门店空间测算：二三线潜力大，预计 2020 年门店总数可增至 1045 家	26
3.2.1. 一线城市：北京和深圳扩张较成熟，一线预计密度 45 万常住人口/每家店	27
3.2.2. 二三线潜力大：预计单店对应常住人口 60~75 万人，成熟期门店 858 家	29
3.2.3. 海外潜在市场有限且经营难度较高，预计未来 3 年扩张空间相对有限	31
<b>4. 海底捞市值成长空间有多少？</b>	<b>33</b>
4.1. 盈利预测：2018-20 年业绩 CAGR 预计 57.5%，对应 2020 年业绩 40 亿元	33
4.2. 市值空间测算：IPO 市值预计 590~690 亿元	34
<b>5. 风险提示</b>	<b>35</b>
<b>6. 财务报表</b>	<b>36</b>

## 图表目录

图 1：四大优势奠定火锅为中餐中适合企业规模化发展的的好赛道	6
图 2：城镇化率稳步提升，推动外出就餐频率增多	6
图 3：三因素推动，火锅未来 5 年 CAGR 预计 10.2%(亿元)	6
图 4：海底捞所处的中高端火锅占总市场 29% (2017 年)	7
图 5：国内中高端火锅市场的 CAGR 预计 10.91%	7
图 6：海底捞凭 0.12%的门店数，实现了 2.2%的收入占比	7
图 7：2017 年中国火锅人均消费价格 64.8 元	7
图 8：海底捞定位中高端火锅，在细分领域市占率 7.7%，远高于第二名 2.7%的市占率	8
图 9：海底捞的护城河及模式成功的逻辑解析	9

图 10: 海底捞强调通过服务铸就口碑并吸引越来越多客户, 从而增强盈利能力 .....	10
图 11: 三层面推动员工满意度高, 自主为企业创造价值 .....	11
图 12: 海底捞员工的住宿条件业内领先, 福利丰富 .....	11
图 13: 海底捞拒绝“空降”, 店长及经理均从一线员工做起 .....	11
图 14: 海底捞员工平均年薪 5.9 万元, 在业内属于领先 .....	11
图 15: 海底捞的迎宾店员永远热情洋溢 .....	11
图 16: 海底捞对店员感化, 使店员也用心服务感化顾客 .....	11
图 17: 海底捞为顾客在排队、用餐以及个性化等方面的服务多种多样 .....	12
图 18: 海底捞对食品质量的严格控制确保了食材品质, 也赢得了消费者信任 .....	13
图 19: 海底捞对店长不考核业绩, 只考核两个源头指标 .....	14
图 20: 海底捞部门门店 24 小时营业 .....	14
图 21: 海底捞翻台率领先, 18H1 整体翻台率 4.9 次/天 .....	14
图 22: 海底捞租金成本仅占 4%, 远低于同行 12%~18% 水平; 员工工资占比薪酬领先 .....	15
图 23: 2015-2017 年, 海底捞的 ROA 表现亮眼 .....	15
图 24: 海底捞的月坪效远高于国内餐厅的行业平均 .....	15
图 25: 海底捞员工成为店长一般需要 6 步 .....	16
图 26: 多带徒弟使店长收入更丰厚, 解决“不愿带”痛点 .....	16
图 27: 海底捞截至 18H1 的门店数已增至 341 家, 且储备店长和开店申请数量充足 .....	17
图 28: 截止 18H1, 海底捞的门店管理人员储备充足, 核心人才足够支撑快速扩张 .....	18
图 29: 海底捞实行扁平化管理来提高效率 .....	18
图 30: 海底捞门店扩张有着标准化流程 .....	19
图 31: 海底捞新门店一般 1-3 月内实现首月盈亏平衡 .....	20
图 32: 海底捞新门店一般 6-13 个月实现现金投资回收 .....	20
图 33: 海底捞新开餐厅和同店翻台率均处较高水平 .....	20
图 34: 我们预计海底捞在 2020 年的门店数有望至 1045 家 .....	20
图 35: 海底捞的门店扩张速度在 17-18 年间显著提速 .....	21
图 36: 公司现金流好, 但 17-18 年快速扩张仍有资金压力 .....	21
图 37: IPO 在 18-19 年可显著减轻快速扩张的资金压力 .....	21
图 38: 公司对门店服务及店长均设置严格且持续性的服务监督体系, 确保快速扩张下的门店保质保量 .....	23
图 39: 海底捞的单店盈利模型拆解 (明细请见海底捞盈利预测模型) .....	25
图 40: 海底捞的门店预计会持续下沉, 未来的门店数增量核心来自二三线城市 (家) .....	27
图 41: 预计海底捞在未来三线城市的门店数将高速增长, 占比将持续提升 .....	27
图 42: 截至 18 年 6 月, 北京的海底捞门店已增至 32 家 .....	28
图 43: 截至 18 年 6 月, 深圳的海底捞门店已增至 20 家 .....	28
图 44: 截至 18 年 6 月, 上海的海底捞门店增至 19 家 .....	28
图 45: 截至 18 年 6 月, 广州的海底捞门店仅 7 家 .....	28
图 46: 海底捞一线城市门店依旧有空间扩张, 成熟状态下预计总店数 162 家 .....	29
图 47: 2017 年一、二、三线城市人口数目 (单位: 万元) .....	29
图 48: 估测海底捞一二三线城市门店数目成熟可至 1020 家 .....	29
图 49: 二线城市潜力巨大, 预计 2020 的门店数将达到 448 家 .....	30
图 50: 三线城市空间广阔、实力竞争对手更少, 未来 3 年扩张速度同样有望高速发展 .....	31
图 51: 海外大型华人社区数量有限且经营难度更高, 预计未来门店扩张空间不大 .....	32
图 52: 海底捞的市值空间测算 (2018-2025 年, 单位: 亿元) .....	错误!未定义书签。

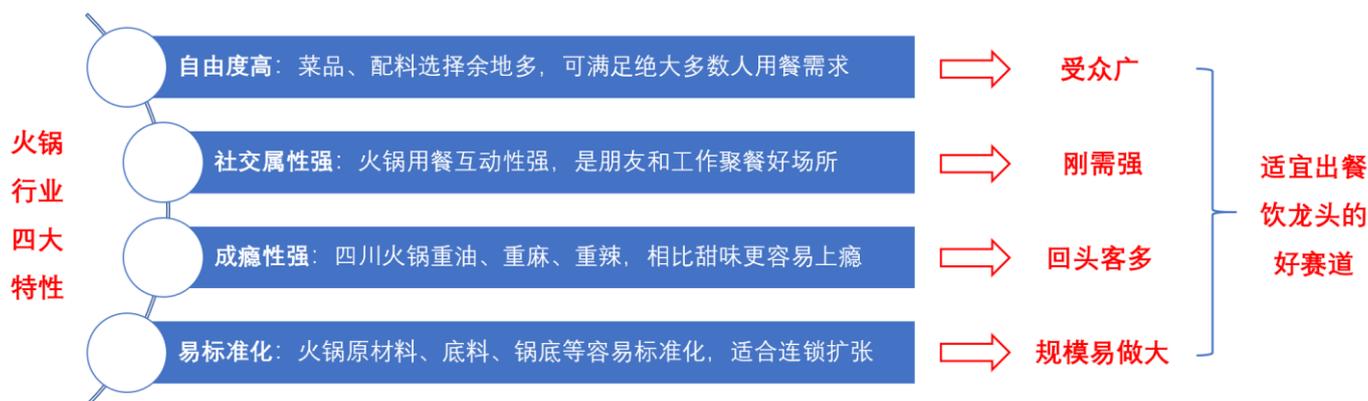
表 1: 海底捞从单店收入、翻台率、客单价等项指标看, 都是火锅“一哥”.....	8
表 2: 海底捞关联公司的供货保质保量, 帮助店长专心做好门店的餐厅服务.....	13
表 3: 根据招股书, 公司的管理级餐厅员工数为 3638 人.....	17
表 4: 公司的本次 IPO 募集资金计划用途明细.....	21
表 5: 我们预计海底捞在 2018-20 年将是高速扩张期, 至 2020 门店数有望至 1045 家.....	26
表 6: 海底捞一线城市成熟状态下的门店数测算 (密度: 45 万常住人口/每家店).....	28
表 7: 海底捞在二线城市预计对应的成熟期门店数 (密度: 60 万常住人口/每家店).....	30
表 8: 海底捞三线城市潜在门店数 (密度: 75 万常住人口/每家店).....	31
表 9: 海底捞的 2015-2020 年营业收入测算 (百万元).....	33
表 10: 海底捞的 2015-2020 年营业收入测算 (百万元).....	34
表 11: 公司利润表测算 (单位: 百万元).....	36
表 12: 公司现金流量表测算 (单位: 百万元).....	36
表 13: 公司资产负债表测算 (单位: 百万元).....	37

## 1. 火锅为什么是中餐企业的好赛道？

### 1.1. 四大特性奠定：火锅行业为中餐企业能够做大的好赛道

火锅是中餐市场中最大子行业，自由度高、社交属性强、成瘾性强和易标准化的四大特性使火锅成为餐饮市场中适合企业规模化发展的**好赛道**。根据海底捞招股书数据，火锅行业 2017 年占中餐市场总份额 13.7%。我们认为，火锅相比一般中餐有着四大优势：①**自由度高**：火锅菜品、配料、口味选择余地多，可满足大多数人用餐需求，受众广泛；②**社交属性强**：火锅由于自由的涮煮方式和选择方式，用餐互动性相比一般餐饮更强，是家庭、朋友和工作聚餐的好场所，成为一种社交上的刚需消费；③**成瘾性强**：火锅的重油、重麻、重辣特点相比一般餐饮更容易上瘾，因此火锅的回头客往往很多，不像特色餐厅更多为一次性的体验顾客，使得餐厅收入的可持续性更强；④**易标准化**：火锅原材料、底料、锅底等容易标准化，相比其他难以标准化的中式餐饮而言，更适合连锁扩张，因此更容易出全国性的餐饮龙头。

图 1：四大优势奠定火锅为中餐中适合企业规模化发展的**好赛道**



资料来源：安信证券研究中心整理

### 1.2. 城市化+收入增长+冷链下沉：火锅行业未来 5 年 CAGR 预计达 10.2%

城镇化推进+人均可支配收入增长+冷链物流下沉三四线，国内火锅需求有望继续快速发展，空间未来 5 年 CAGR 预计约 10.2%。①城镇化的不断推进将带来更多城镇人口，快节奏的城市生活下外出就餐的机会增多，推动餐饮业发展；②人均可支配收入未来有望继续提升，推动火锅需求继续增长；③冷链物流的发展能更好保障食材的新鲜度，未来国内冷链物流的持续下沉三四线，为火锅市场规模进一步扩大打下基础。根据招股说明书，预计火锅未来 5 年仍将以 10.2% 的复合年增长率快速增长并于 2022 年达到 7077 亿元的规模。

图 2：城镇化率稳步提升，推动外出就餐频率增多



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

图 3：三因素推动，火锅未来 5 年 CAGR 预计 10.2%(亿元)

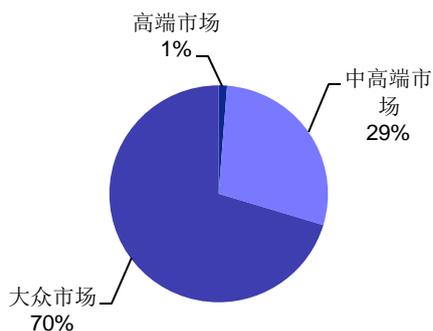


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

### 1.3. 竞争格局：海底捞定位中高端，快速展店下龙头地位有望持续强化

海底捞所处的中高端火锅市场约 1265 亿元，未来 5 年后有望至 2123 亿元，行业扩张红利预计持续。火锅市场是高度分散的市场，按照消费水平可大致分为高端市场（人均 200 元以上）、中高端市场（人均 60-200 元）以及大众市场（人均 60 元以下）。根据海底捞招股书中的预测数据，2017 年高端、中高端、大众市场的份额占比分别为 1%、29%及 70%，市场空间分别为 43.6 亿元、1265 亿元、3053 亿元。在 2017-2022 年间，受益火锅行业的持续发展，预计未来中高端的市场规模有望继续提升至 2123 亿元，未来 5 年的 CAGR 预计 10.84%。

图 4：海底捞所处的中高端火锅占总市场 29%（2017 年）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

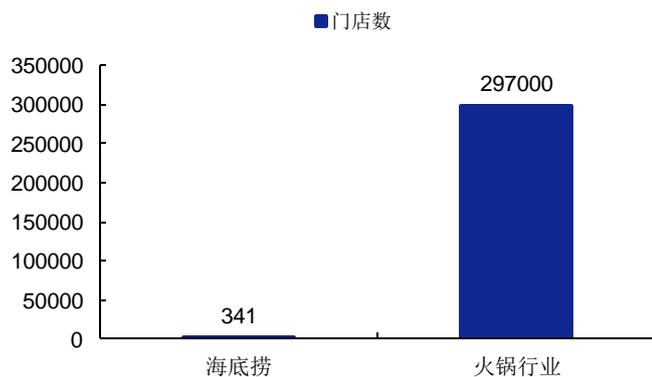
图 5：国内中高端火锅市场的 CAGR 预计 10.91%



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

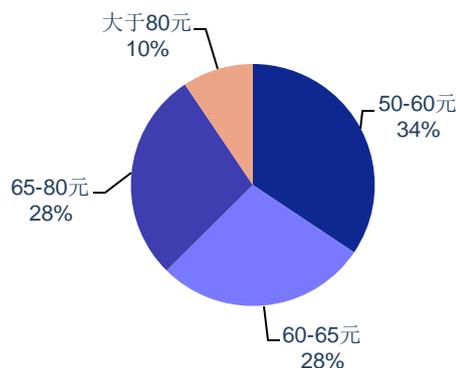
根据智研咨询的《2018-2024 年中国火锅餐饮行业市场》和中国烹饪协会等机构发布的《2018 中国火锅产业餐饮大数据研究报告》，国内火锅行业 2017 年收入总额 4362 亿元，火锅人均消费价格在 64.8 元，且 34.4% 的火锅消费集中在 60-65 元这一大众市场。按照全国总人口 13.8 亿人计算，则对应全国人均吃火锅的频率约 4.9 次/年。此外，全国的火锅门店总数约 29.7 万家，海底捞截至 18 年 H1 的 341 家门店约占行业总量的 0.12%（由于海底捞定位中高端，且门店面积相对较大，翻台率高，凭借 0.12% 的门店数实现了 2.2% 的收入总额占比）。

图 6：海底捞凭 0.12% 的门店数，实现了 2.2% 的收入占比



资料来源：中国烹饪协会——《2018 中国火锅产业餐饮大数据研究报告》

图 7：2017 年中国火锅人均消费价格 64.8 元

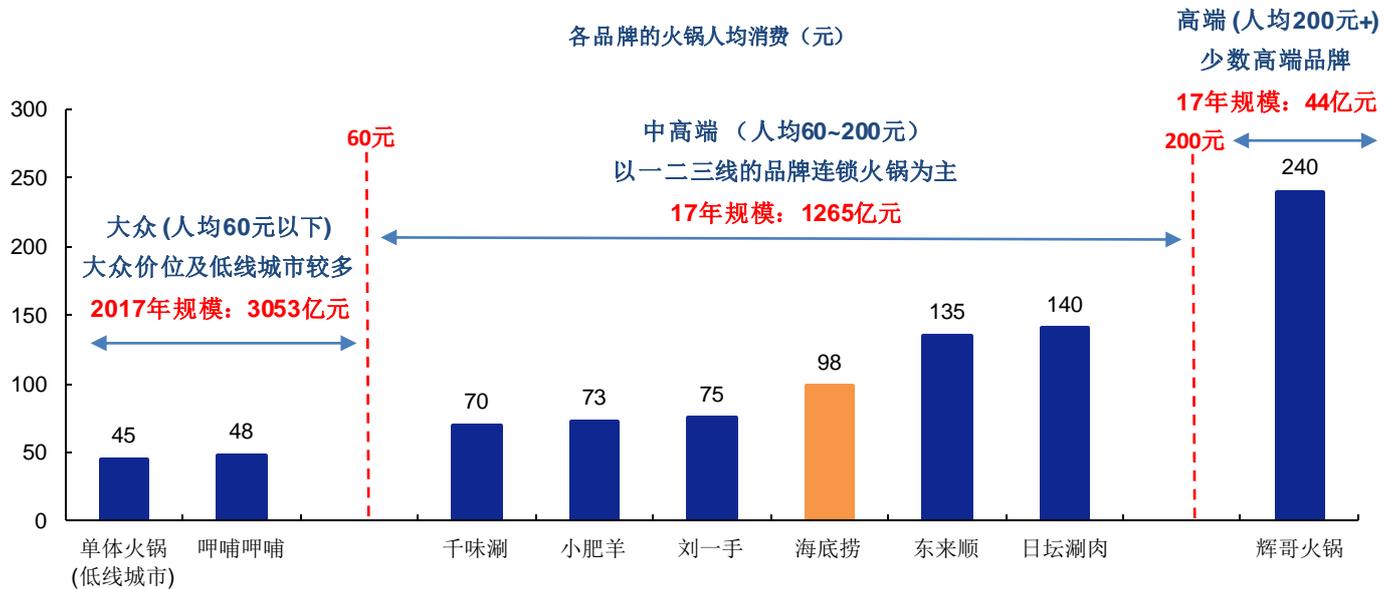


资料来源：智研咨询——《2018-2024 年中国火锅餐饮行业市场》

品牌连锁火锅大多定位中高端市场，海底捞为行业龙头且规模远超对手。大众火锅的市场虽然庞大，但龙头市占率不高，大多为 40-50 元的人均消费，与海底捞定位存在较大差异。以大众火锅的领军企业呷哺呷哺为例，2017 年呷哺呷哺总营收为 36.6 亿元，约占大众市场 1.19%。呷哺呷哺主打大众价位的消费火锅，开设于人流密集的市中心、商场中，与海底捞的中高端定位差异化。高端火锅的代表辉哥海鲜火锅为例，截至 2017 年底仅有 8 家门店

和 1.3 亿营收，整个行业规模较小。海底捞的整体人均消费在 2017 年约 97.7 元，在中高端火锅市场的定价属于中等水平，在中高端火锅的市占率约 7.7%，远超第二名中高端火锅企业的 2.7% 市占率，属于领军型企业。叠加海底捞的上市后资本实力有望更加雄厚，2017-2020 年会成扩店的快速发展期，我们预计 2018-2020 年的收入复合增速 41%，远超 10.9% 的行业平均增速。海底捞中高端火锅的龙头地位在未来 3 年有望持续加强。

图 8：海底捞定位中高端火锅，在细分领域市占率 7.7%，远高于第二名 2.7% 的市占率



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

除了规模以外，从多项关键经营指标来看，海底捞在竞争激烈的火锅市场中同样处于领先地位。根据招股说明书，2017 年前 5 大火锅公司的占火锅行业总市场（4362 亿元）的市占率之和仅为 5.5%，可见市场的分散度较高。其中，海底捞占火锅市场中份额约 2.2%，是第二名市场份额（0.9%）的两倍以上，并在翻台率、客流量等指标上遥遥领先，是当之无愧的火锅“一哥”（海底捞在 2017 年占高端火锅市场份额约 7.7%）。

表 1：海底捞从单店收入、翻台率、客单价等项指标看，都是火锅“一哥”

排名	餐厅集团	2015 收入 (十亿元)	2016 收入 (十亿元)	2017 收入 (十亿元)	16-17 增长率 (%)	2017 市场份额 (%)	2017 餐厅总数	17 单间餐厅收入 (百万元)	2017 翻台率	2017 年度客流量 (百万人)	2017 客单价 (元)
1	海底捞	5.5	7.2	9.7	34.4%	2.2%	254	38.2	5	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	3	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

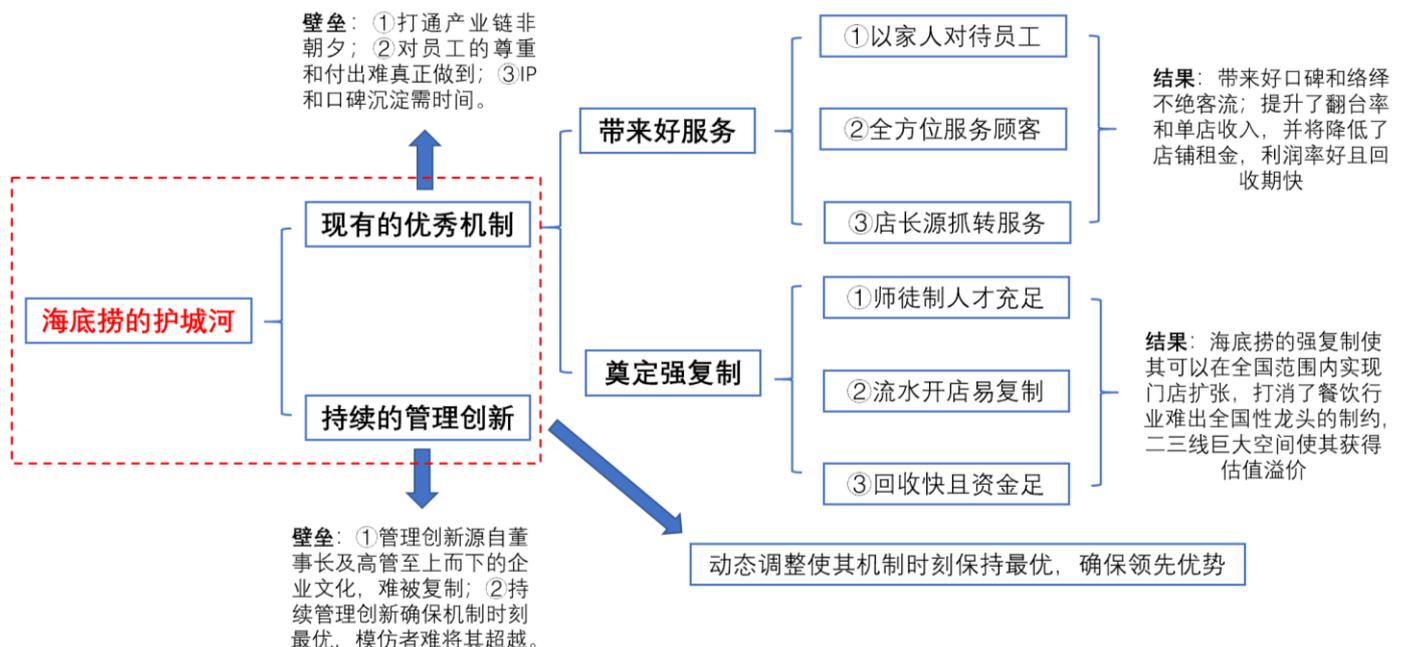
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

## 2. 海底捞为何学不会？企业管理为真正护城河

**核心观点：**我们认为海底捞成功的最根本要素就是管理。领先的管理制度+动态的管理创新，是海底捞相比餐饮同行的真正护城河。其中，好管理是海底捞成功的根本，并由此延伸出了好服务和强复制两大核心优势，推动其成为了全国连锁火锅的龙头企业。

1. **好管理带来好服务，奠定口碑和提升利润：**海底捞凭借集团对产业链上下游的打通，使得门店都可以得到稳定可靠的食材和底料供应、员工招聘以及店面装修设计等，因此公司对店长的考核机制也从业内传统的门店业绩和客流量等结果指标，更改成了只核心考核客户满意度和员工积极性这两大源头指标，实现了从源头抓服务的管理模式，使得海底捞用餐体验及行业口碑越来越出色。①在门店收入方面：使得每家店能吸引更多的消费者推动翻台率和收入远高于行业平均，使得单店年收入可以达到 3500~5000 万元水平。②在门店成本方面：强大引流能力使其在与物业方谈租金时拥有更好的议价能力，租金成本（仅 4%）远低于餐饮行业平均（约 10%），节省出来的成本再投入到员工的工资及福利，使得员工的待遇高于行业平均，身份得到尊重，自我认可度提升，离职率大大降低，形成良性循环，推动单店的高盈利持续；
2. **好管理带来强复制，推动扩张和保障品质：**①师徒制下储备店长源源不断：店长是餐饮店扩张时的核心人才，但行业内普遍存在现有店长对储备店长“不愿教”和“不愿带”的情况。海底捞为解决快速扩张时的人才不足痛点，推出师徒制使得现有店长可以通过培养徒弟并使其成为店长后，获得徒弟店的利润提成，且带出多为徒弟可获多家店提成。因此从管理层面充分激发了现有店长对储备店长培育的积极性，使得储备店长数量充足，成为未来 3 年门店快速扩张打下人才基础。②产业链打通+开店流水化，支撑门店快速扩张：集团为提升后台部门的效率，对海底捞的后台部分如食材供应、冷链配送、门店装修设计、人才招聘等进行充分市场化，在 2017 年向关联方的采购占总额的 81.7%。考虑到各关联与海底捞同属一个集团，已对海底捞未来 3 年的高速扩张做相应产能储备，因此较大程度上解决了供应链跟不上自己门店扩张进度的情况。此外，公司对开店实施流水化步骤及专门的教练团加以指导，进一步提升开店效率，均为快速扩张打下基础

图 9：海底捞的护城河及模式成功的逻辑解析



资料来源：安信证券研究中心整理

## 2.1. 服务推动口碑和利润：翻台率数据突出，ROA 达 50.4%

**核心逻辑：**海底捞餐厅的好服务离不开公司对员工、顾客、店长三个目标群体的优秀管理机制：用心对员工、全方位服务、让店长源头抓服务等三个方面。作为结果，好服务为海底捞积累了脱颖而出的口碑，在收入方面使得客户络绎不绝，翻台率数据突出；在成本方面凭借良好流量吸引能力，获得了低于同行的租金甚至免租金的优惠；两者叠加，使得海底捞的门店利润率及投资回收期均远好于行业平均水平，盈利能力脱颖而出。

图 10：海底捞强调通过服务铸就口碑并吸引越来越多客户，从而增强盈利能力



资料来源：安信证券研究中心整理

### 2.1.1. 用“心”对待员工，使得员工自发做好服务+创造价值

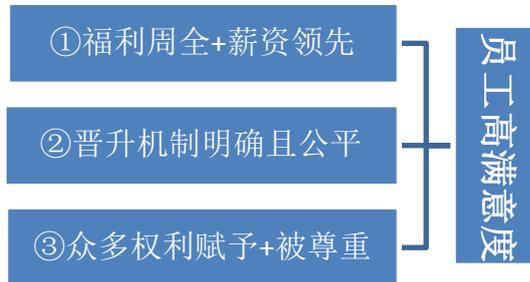
国内由于人力资源较充足，使得在过去较长的一段时间内，餐饮企业对于一线服务员的培养、待遇以及尊重程度并没有真正下功夫，使得国内餐饮行业员工的平均流失率高达 28.6%。而根据董事长张勇对媒体的访谈录，海底捞员工的流失率不到 10%，显著低于行业平均。引用海底捞管理团队的话：“要让员工服务好顾客，那首先得让员工被真心的服务和尊重”，对此海底捞充分考虑员工的需求及感受，使得员工有强烈的幸福感+事业心，概而言基本在三个层面做到为员工着想：

①**福利周全+薪资业内领先，物质上基于充足保障：**海底捞为员工提供免费住宿（且均为小区房，住宿条件业内领先）及一天四餐无限吃，且寝室离门店距离不得超过 20 分钟步行路程，确保员工下班后可以安心休息。每个寝室均配备空调+保洁阿姨定期打扫+衣物免费换洗+夫妻独立房间+全年 12 天带薪休假+过年报销来回老家车票+每个月给店长父母发 200~800 元工资+一级以上员工享纯利率为 3.5% 的红利等，可谓是餐饮领域的员工福利典范。在薪资方面，海底捞的店员平均年薪约 5.88 万元左右（根据 17 年员工成本 31.19 亿元，总员工数 5.3 万人计算得到），在行业内处于领先水平，并与周全的福利结合，使得在员工在物质上得到满足。

②**晋升机制明确，激发员工进取心：**在海底捞，普通员工的晋升机制十分明确，可概括为：新员工→二级员工→一级员工→劳模员工→大堂经理→店经理→小区经理→大区经理，从新员工晋升到店经理的平均时间约 4 年（短为 2 年，长则 6 年），晋升路径清晰。而且公司基本所有大区、小区经理及店长都拒绝“空降”，即所有的管理层都严格贯彻从一线普通员工做起并一步步晋升（传菜员、洗碗工、擦鞋工等），使得普通员工可以切身看到能通过自己努力，就可以实现一步步晋升和加薪，并有机会最终晋升至公司管理团队的逆袭机会。

③**基层员工均被赋予多重权利，精神上获充分尊重：**海底捞对基层员工的尊重，除了在物质上和事业上基于满足外，还给予了一线员工充足的权利。1) 选举权：海底捞任何一个正式员工（任职超过 3 个月以上）均对店长有选举权，新任店长要在第一年内得到门店中 60% 以上的正式员工认可，才可以继续留任。2) 免单权：在海底捞，即使一位普通的传菜员，都是可以自行决定送顾客一盘菜，以及每月一定额度的免单券，在餐饮行业内属于少见。3) 监督权：海底捞为保障服务质量，还特设了越级投诉机制，使得员工在发现上级不公平，特别是人品方面的问题时，可随时向上级的上级——直至大区经理和总部投诉。4) 提建议权：海底捞内部设有员工分享平台，员工均可在其中发表好的建议。若被采纳，员工则可获得一定创新奖金，并同时与晋升加薪直接挂钩。

图 11：三层面推动员工满意度高，自主为企业创造价值



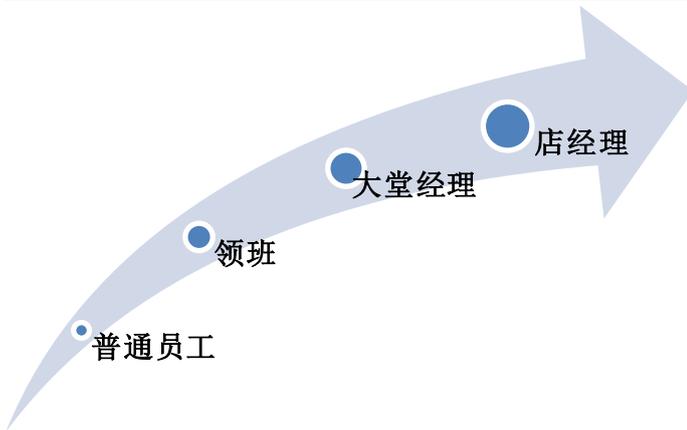
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

图 12：海底捞员工的住宿条件业内领先，福利丰富

员工家庭	员工住宿	员工假期	员工股票
<ul style="list-style-type: none"> <li>给每个店长父母发工资，子女做得越好父母拿工资越多</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>宿舍与门店距离步行不超过20分钟，宿舍都是正式小区或公寓中的两、三居室</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>所有店员享有每年12天的带薪年假，公司提供回家往返的火车票</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>给优秀员工配股，一级以上员工享受纯利率为3.5%的红利</li> </ul>

资料来源：搜狐，安信证券研究中心整理

图 13：海底捞拒绝“空降”，店长及经理均从一线员工做起



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

图 14：海底捞员工平均年薪 5.9 万元，在业内属于领先

海底捞总体工资结构	普通员工工资结构	管理层员工工资
<ul style="list-style-type: none"> <li>总工资=基本工资+级别工资+奖金+工龄工资+分红+其他补贴-员工基金</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>一级员工工资=月薪+级别工资+工龄工资+分红</li> <li>劳模员工工资=月薪+级别工资+荣誉奖金+工龄工资+分红</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>大堂经理工资=基本工资+浮动工资+工龄工资</li> <li>店经理工资=基本工资+浮动工资+工龄工资</li> </ul>

资料来源：搜狐，安信证券研究中心整理

海底捞为员工真心且细致的着想也得到了显著的效果，核心体现就是员工对客户的服务用心程度与其他餐饮企业相比高出一个台阶。去过海底捞用餐的顾客都可以体会到，海底捞的点菜员工基本都是面带微笑，传菜员基本都是一路小跑，迎宾店员永远热情洋溢。海底捞通过管理层感化店员，店员感化顾客的传导模式，成功使其的餐厅服务在国内餐饮业中脱颖而出。

图 15：海底捞的迎宾店员永远热情洋溢



资料来源：搜狐，安信证券研究中心

图 16：海底捞对店员感化，使店员也用心服务感化顾客



资料来源：搜狐，安信证券研究中心

### 2.1.2. 全方位+个性化的用餐服务，顾客满意度及口碑脱颖而出

海底捞实行服务模式的自主化和个性化，集中一切为顾客提供最佳服务，提高客户满意度。

①在排队等候用餐方面：例如：海底捞为化解顾客排队等餐的无聊时间，推出排队期间免费的美甲、擦皮鞋、送水果等贴心服务。②在个性化服务方面：海底捞鼓励员工去挖掘和满足顾客的需求，并给予普通员工更高的自由度和自主权，为顾客带来更多创造力。例如：员工发现顾客如果单独吃饭时，可能会提供公仔作为陪伴显得不再孤单；怀抱婴儿的顾客可能会得到整张婴儿床的服务，可谓体贴入微。③在顾客用餐期间：餐厅提供热毛巾擦汗擦手、无限量水果供应、现场手工担担面制作表演，现场京剧表演等。全方位的顾客服务使得海底捞的消费者满意度领先、回头客多，这也是海底捞在火锅行业的红海竞争中能脱颖而出的重要因素之一。

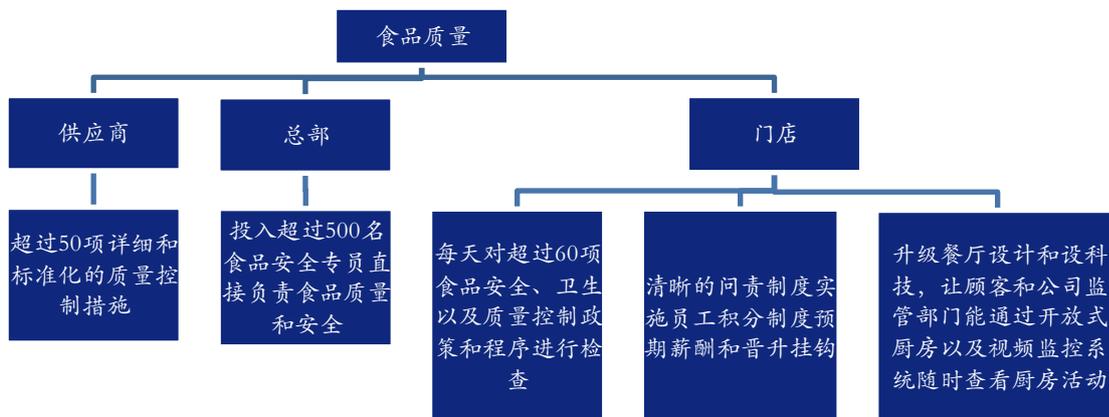
图 17：海底捞为顾客在排队、用餐以及个性化等方面的服务多种多样



资料来源：搜狐，安信证券研究中心整理

海底捞对食品质量及安全高强度排查，严保食品品质保障客户满意度。火锅由于即时涮煮就餐的特性，对食材的新鲜度和品质要求非常高，因此食品质量对火锅消费体验的重要性相比一般餐饮有过之而无不及。海底捞门店每天对超过 60 项食品安全、卫生及质量控制政策和程序进行检查，确立了清晰食品质量问责制度，并对顾客和监管部门开放厨房。

图 18: 海底捞对食品质量的严格控制确保了食材品质, 也赢得了消费者信任



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

### 2.1.3. 只对店长考核员工积极性和顾客满意度, 源头抓服务

上游各环节供应链打通, 帮助店长专心做服务。海底捞集团由于已对门店的食材、配送、底料、装修、招聘、设计等环节均交托至后台关联方运作 (代表企业包括了颐海、蜀海、蜀韵东方等, 17 年关键采购占比达 81%), 而且集团内部对后台职能企业的业绩考核只与第三方业务挂钩+供货海底捞价格同第三方看齐, 使其职能部门充分市场化, 实现对海里捞供货保质保量。因此, 稳定可靠的上游供给和配套, 使得海底捞的餐厅店长相比普通中餐厅店长省去了大多数的后台时间花费, 可以让店长核心保障门店的服务品质。

表 2: 海底捞关联公司的供货保质保量, 帮助店长专心做好门店的餐厅服务

供应商	采购货物/服务	金额 (百万元)	占总购买额百分比
蜀海	食材	2603.3	43.20%
蜀韵东方	装修材料及服务	1290.2	21.40%
颐海国际	火锅底料	895.5	14.80%
扎鲁特旗	羊肉	71	1.20%
四川海底捞	食材	68.6	1.10%
	总计	4928.6	81.7%

资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

只对店长考核顾客满意度和员工积极性, 保证高品质服务。基于已对供应链打通的良好基础, 海底捞顺利成章得颠覆了餐厅行业内对店长一贯只考核业绩指标和客流量的机制, 取而代之的是从源头抓起, 只考核员工积极性和客户满意度这两大本质性指标而非结果导向。海底捞认为, 只要客户满意度到位了, 口碑自然会越来越好并持续扩散, 顾客自然络绎不绝, 单店业绩就一定好。

图 19: 海底捞对店长不考核业绩, 只考核两个源头指标

考核一: 顾客满意度	考核二: 员工积极性	检查方法: 干部培养
<ul style="list-style-type: none"> <li>让店长的直接上级——小区经理经常非定期的在店中巡查</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>通过观察员工的仪容仪表和员工工作的状态判断员工的积极性</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>提升和降职主要由上级来决定并以抽查和神秘访客等方法对各店的考核进行复查</li> </ul>

资料来源: 安信证券研究中心整理

#### 2.1.4. 好口碑积累回头客, 翻台率提升至业内领先水平

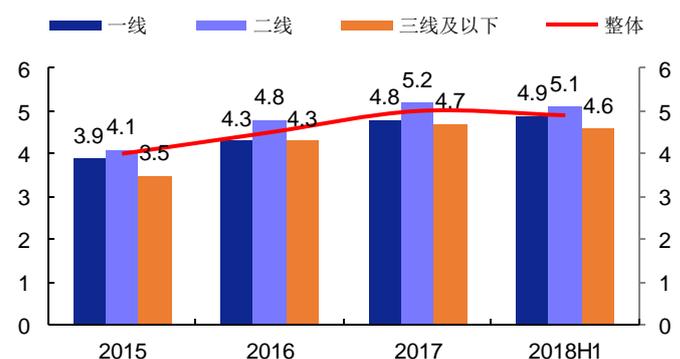
提高收入方面: 好口碑之下, 缔造出源源不断的门店客流, 助推海底捞翻台率不断提升。高企的顾客满意度和良好的口碑为海底捞带来源源不断的客户需求, 使得海底捞的餐厅翻台率一直处于高位。公司为保证满足客户就餐, 不断延长营业时间, 许多门店经营时间从 12 小时延长至 17 小时, 一些门店甚至 24 小时营业。源源不断的客源和长时间的营业时间助推海底捞翻台率不断提高。根据招股书, 2015-2017 年, 海底捞的整体翻台率从 4.0 升至 5.0 台/天, 甚至超过了快餐火锅的佼佼者呷哺呷哺的 3.4 台/天。从同店数据来看, 18H1 的整体同店翻台率达到 5.2 次/天, 相比 17H1 的 5.0 次/天继续实现了小幅提升。

图 20: 海底捞部门门店 24 小时营业



资料来源: 搜狐, 安信证券研究中心

图 21: 海底捞翻台率领先, 18H1 整体翻台率 4.9 次/天

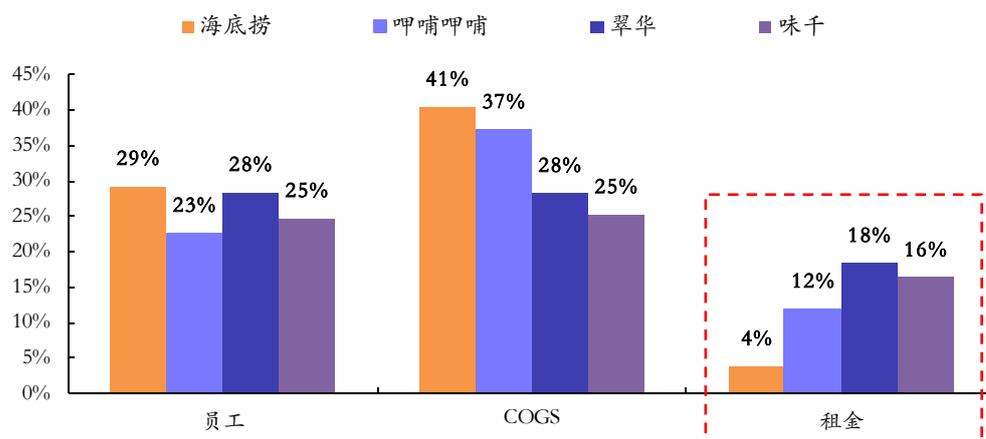


资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

#### 2.1.5. 未来 3 年二三线城市开店为主, 租金优势有望延续

降低成本方面: 好口碑之下, 海底捞相比同行更强的流量吸引属性, 租金议价能力强。餐厅的知名度、引流能力等在新开店与业主方租金谈判时往往是关键指标, 引流能力越强往往对租金的议价能力越高。海底捞凭借强大引流能力, 在租金方面获得了显著的优势, 在部分二三线城市甚至可以获得一定期限的免租金优惠, 成为物业方争相引入的对象。目前海底捞在 2017 年租金成本占比仅占 4%, 远低于同行 12%~18% 水平, 考虑到未来公司门店扩张的重心是租金更便宜的二三线城市, 我们预计未来 3 年内海底捞的租金占比有望继续保持低位。

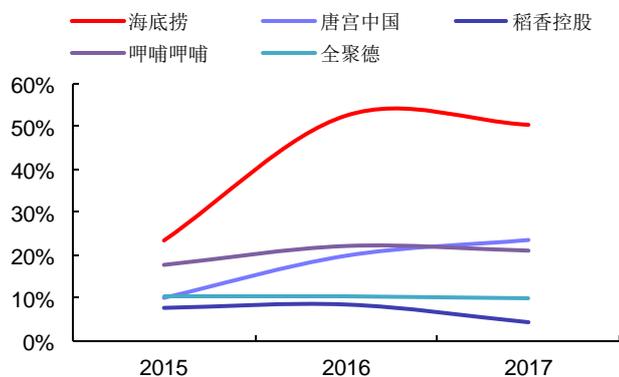
图 22: 海底捞租金成本仅占 4%，远低于同行 12%~18%水平；员工工资占比薪酬领先



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

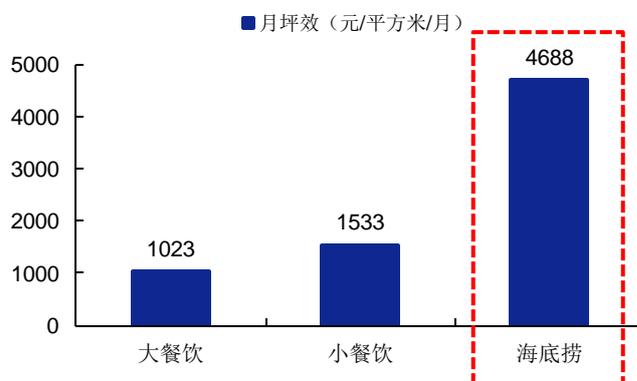
好服务和好管理带动下，海底捞无论是在 ROA 层面，还是在月坪效层面均在行业内属于顶尖。①在 ROA 方面：海底捞抓源头的经营策略卓有成效，口碑驱动下，海底捞的盈利能力大幅提升。过去 3 年海底捞的 ROA 分别为 23.41%、52.52%与 50.38%，显著好于行业平均。②在月坪效方面：我们测算海底捞门店平均的月坪效在 4688 元/m<sup>2</sup>/月左右，同样远高于全国大餐厅和小餐厅的月坪效平均水平。

图 23: 2015-2017 年，海底捞的 ROA 表现亮眼



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 24: 海底捞的月坪效远高于国内餐厅的行业平均



资料来源：商业地产云智库，招股说明书

注：①大、小餐饮数据为全国一二三线城市购物中心内餐饮样本；  
②海底捞的月坪效数据为根据招股书及草根调研的数据计算得到；

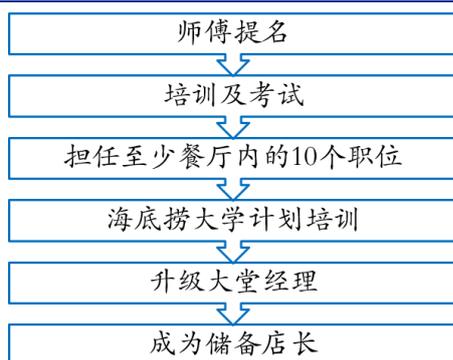
## 2.2. 管理奠定门店扩张：奖金师徒制+流程标准化+IPO 助力，门店复制强劲

**核心逻辑：**身处传统的餐厅行业，海底捞一上市就可以获得较高的估值离不开公司强劲的门店复制能力。我们认为公司的强复制能力同样离不开优秀的管理：师徒制下人才培养充足+产业链打通标准化开店流程，使得门店数量可不断裂变增多；叠加门店强劲的盈利能力下投资回收期短+IPO 资金助力+自身现金流稳健，共通推动了海底捞有望在 2018-2020 年全国范围内的快速扩张。

### 2.2.1. 师徒制下储备店长数量充足，支撑门店快速扩张

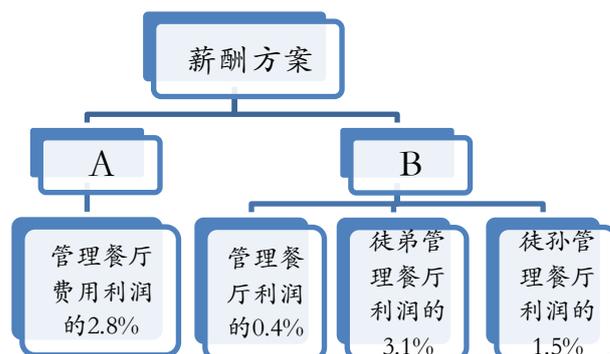
师徒制与晋升机制保障后备店长充足，薪酬机制将店长与公司的利益进行绑定，门店扩张内部意愿强烈。**①师徒制设定动机：**店长往往是门店扩张关键人才，海底捞为解决餐饮行业中常见的店长“不愿带”情况，对现有店长的薪酬机制进行改革，使其业绩直接与自己带出来的徒弟门店挂钩，而且带的徒弟越多，师傅的奖金也越丰厚，充分激发店长带徒弟的动力。**②晋升及激励机制细节：**公司所有店长都是内部晋升，普通员工到店长需经历 6 大步骤，整个过程耗时约 2~6 年时间。店长如果不带徒弟，业绩分红则仅仅是自己所管理餐厅的利润 2.8% 分成，但若愿意带徒弟且徒弟成功被公司及员工接受成为店长，则可获得徒弟门店的利润 3.1% 分成，多带徒弟分成店数可继续增长。因此在薪酬上充分激发了店长带徒弟的动力。

图 25：海底捞员工成为店长一般需要 6 步



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 26：多带徒弟使店长收入更丰厚，解决“不愿带”痛点

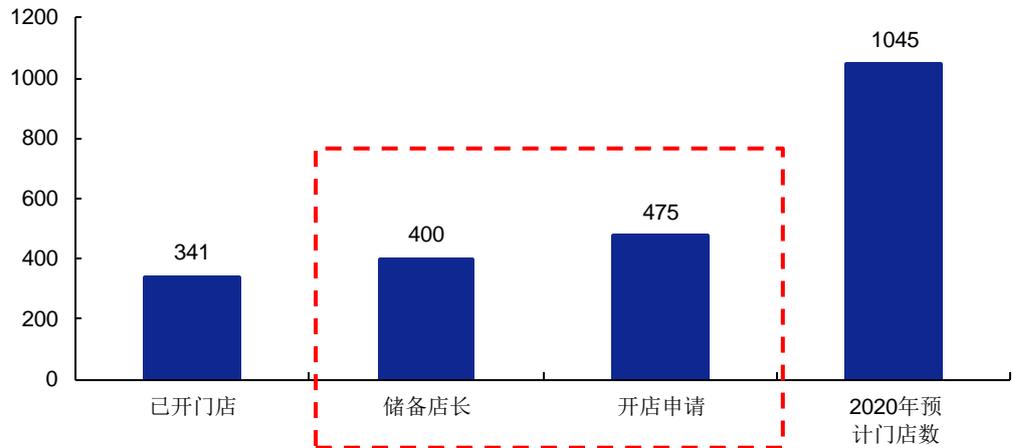


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

已开和储备店来看，18 年开店速度有望大幅提速。根据招股书，公司在 17 年末门店数 273 家，17 年新开 98 家，但 18 年 1-6 月新开店数已达 71 家，考虑到海底捞开店的高峰期在三四季度，且截止 18 年 6 月末公司收到的已签订租约但未开业的门店数已达 162 家（根据招股书，通常从完成选址到开设新店需 3~6 个月），我们预计公司 18 年有望大概率实现新开店 180~220 家的预期值。

目前开店申请已达 475 家，储备店长和开店申请数量充足。根据招股书，截至 2018 年 6 月末，公司在全球的已开门店数达 341 家，累计储备的后备合格店长人数超过 400 人，收到的现有店长提出的开店申请已多达 475 份。若现有的 475 家门店顺利开业，则对应海底捞的门店数就有望达到 816 家。

图 27: 海底捞截至 18H1 的门店数已增至 341 家, 且储备店长和开店申请数量充足



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心测算

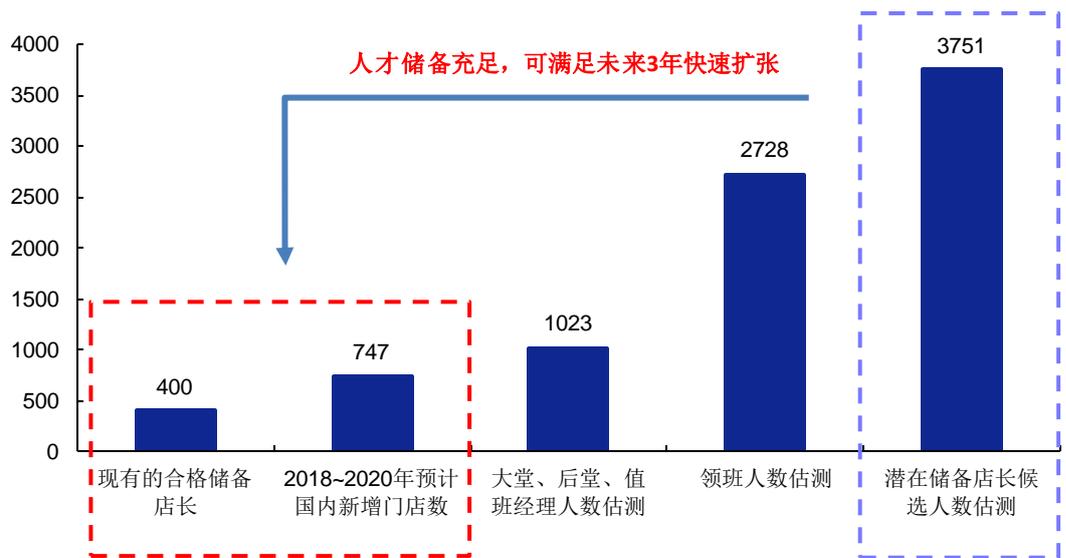
表 3: 根据招股书, 公司的管理级餐厅员工数为 3638 人

职位	人数
<b>总部层面</b>	916
总部	904
教练	12
<b>餐厅层面</b>	52335
碗碟收拾工	11197
一般店员	7772
接待员工	4807
厨工	4675
<b>管理级餐厅员工</b>	<b>3638</b>
其他	8404
<b>总计</b>	<b>53251</b>

资料来源: 招股说明书

海底捞 18H1 有已开门店 341 家, 储备店长人数 400 余人, 与我们预测的 2020 年开店至 1045 家仍存在 304 名储备店长的缺口, 但我们认为公司的庞大潜在候选人才库足以支撑人才需求。对于单家门店来说, 店员的平均数量在 100~150 名左右, 其中的核心管理人员包括了 1 名大堂经理、1 名后堂经理 (厨房)、1 名值班经理、以及 6~10 名领班, 总计约 9~13 名左右。基于海底捞目前的机制来看, 储备店长候选人可以从其各门店的大堂经理 (占候选人的多数)、后堂经理、值班经理、领班等人员中选出, 在参加 10 个职位的轮岗以及为期 15~30 天左右的店长培训考核, 顺利通过并拿证后 (大约三分之二的通过率), 就可以成为储备店长候选人。以海底捞截止 18 年 H1 的 341 家门店来看, 未来潜在储备店长候选人数总计约 3069~4433 人之间, 叠加“师徒制”下师傅对储备店长候选人 (徒弟) 教导的尽心尽力, 我们认为海底捞在 2018-20 年的门店快速扩张期间, 庞大人才库将足够支撑公司的全国扩张。

图 28：截止 18H1，海底捞的门店管理人员储备充足，核心人才足够支撑快速扩张

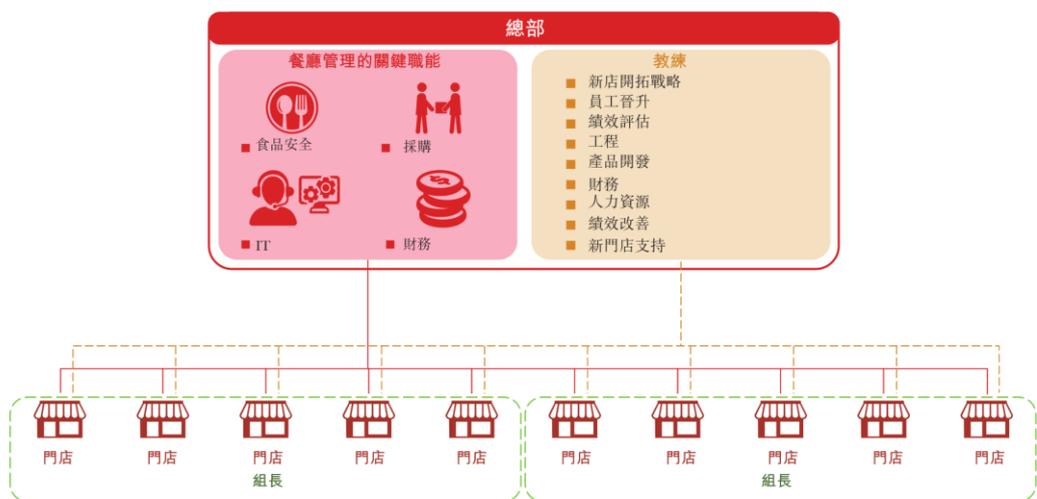


资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

### 2.2.2. 产业链打通+开店标准化，门店扩张有序推进

海底捞实行扁平化管理来提高效率，推行总部、教练、抱团小组、餐厅的组织体系。总部负责食品安全、供应商选择及管理、法律、财务及餐厅扩张战略，总部对各个门店实行标准化管理，餐厅直接向总部管理层汇报。扁平化的管理保障门店店长无需花费太多精力在采购、食品安全监督、产品开发、财务等方面却又能得到很好的效果，从而专注于提升客户满意度，提高经营效率。经验丰富的教练主要为选址、租赁、员工发展晋升、监督店长执行项目、绩效管理流程提供专业化的支持。抱团小组由分布于同一地区的门店构成，共享信息、资源，从而通过自我管理，提高经营效率。

图 29：海底捞实行扁平化管理来提高效率



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

门店扩张流程标准化，门店快速复制有保障。海底捞设立了专门负责门店拓展的教练团队，以确保快速优质的增长。其中，总部和负责战略拓展的教练组选择新店长，进行选址，新店

长负责执行项目，教练团队在整个过程中提供专业的支持。同时，为了解决大型连锁直营店的推广问题，公司陆续成立了从事相关专业化服务的子公司，从门店装修、食品加工、仓储物流、人力咨询都由旗下子公司提供。通过完善的产业链体系，可以发挥协同效应，实现直营店的快速复制。

海底捞的开店流程可大致分为 5 大流程，每个流程都有专门的人员及团队负责，帮助全国门店扩张有序推进：

图 30：海底捞门店扩张有着标准化流程



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

①**挑选店长**：海底捞优先考虑 A 级店长（最高评级）的徒弟，且徒弟的在自己门店中的表现也将与师傅的奖惩挂钩，使得师傅推荐的徒弟都是其有信心可以做好店长的合适人选。此外，海底捞对徒弟的人选并不设强制规定，除了大堂经理，符合要求且能力好的领班也都可以成为储备店长的候选人；拥有 5 万名员工的庞大基数，海底捞的潜在储备店长人数十分可观。

②**门店选址**：①选址对餐厅后续是否能成功至关重要，海底捞对此将门店的选址都直接安排在了总部及教练组的层面来管理店址。公司的选址核心考虑因素包括：当地人均 GDP 和人口密度、周边是否有活动中心（能吸引流量）、是否有夜生活场所（海底捞很多店夜里都营业）、与其它海底捞门店的距离、停车位和公共交通便利性等。②为提高选址的质量和精确度，海底捞还和阿里云合作，基于对选址的各项制定指标开发出选址专用的人工智能平台，用大数据为店长的选址提供地区和地点的选址指引。在地区和地点确定后，店长将再负责对应地点的餐饮潜在物业进行选址，并最终由店长、战略拓展教练组、以及拟出任该店的店长共同决定。

③**租赁安排**：海底捞的餐饮门店采取全自营模式，并对一般采用租约在 5~15 年且附带续约选择权的长期租约，并不购买任何物业产权，因此可以降低在门店扩张时的资本开支（新开一家门店的投资额在 800~1000 万元左右）。公司的租约同常含 3 个月的免租期用于装修店面，在部分城市的物业方甚至还将免租期延长至多年并附带装修费用，叠加单店高翻台率+客流吸引能力强+强大 IP 无需选择黄金位置的昂贵物业等多个因素推动，使得租金成本占比仅 4%远低于对手的 12%~18%；

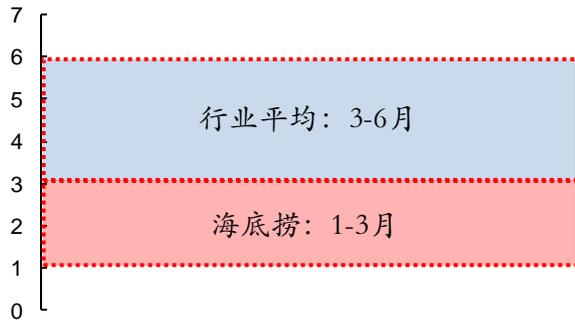
④**新店开设**：海底捞的新店开设有着标准化的流程，且开店过程中拟任店长会得到师傅以及教练团的全程监督和指导。通常从完成选址到开设新店需要大约 3~6 个月，员工招聘和新员工培训则由关联方微海咨询提供，店面的装修、翻新、材料采购等同样由关联蜀韵东方提供。菜单的设定则由店长对当地市场的偏好和定价标准进行研究，再提交至教练组批准（通常在新项目开始的前两个月就会制定好对应菜单）。食材的冷链配送则大部分已关联蜀海提供，一般在新店开业前的两个月就会做对应的安排。

⑤**门店运营和检查**：在门店开业后，教练团队将继续在该家新店提供指导，包括初始的翻台率等其他绩效指标，帮助新任店长确定稳定并寻找解决方案。后续则是通过神秘嘉宾来做的门店评级考核，确保门店的服务水平与顾客满意度。

### 2.2.3. 投资回收快+IPO 助力+稳健现金流，全国扩张资金压力小

①**投资回收期快**：根据海底捞的招股说明书，海底捞新开餐厅一般 1~3 个月内实现首月盈亏平衡，在 2015-2016 年，大多数餐厅在 6~13 个月实现现金投资回收。而根据沙利文报告，相比同业平均水平，主要的中餐品牌通常分别在约 3~6 个月及 15~20 个月内实现首月盈亏平衡及现金投资回报，对比之下海底捞的门店投资回收期显著低于行业平均。

图 31：海底捞新门店一般 1-3 月内实现首月盈亏平衡



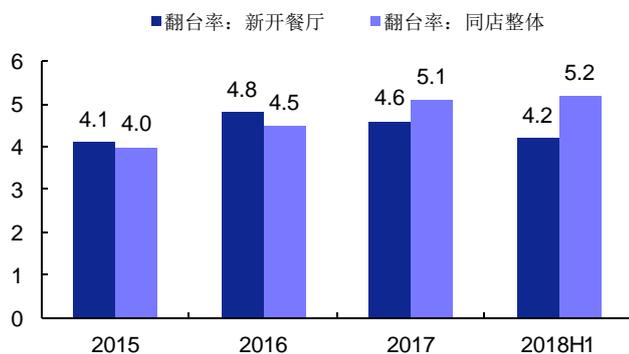
资料来源：招股说明书，沙利文，安信证券研究中心

图 32：海底捞新门店一般 6-13 个月实现现金投资回收



资料来源：招股说明书，沙利文，安信证券研究中心

图 33：海底捞新开餐厅和同店翻台率均处较高水平



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 34：我们预计海底捞在 2020 年的门店数有望至 1045 家



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心测算

②**IPO 资金助力 18-19 年门店快速扩张**：根据招股书，海底捞计划将 60% 的 IPO 募集资金用于 2018-2020 年的开店，并根据 IPO 早知道的新闻报告，海底捞本次 IPO 预计募资计划发行股份约 4.245 亿股，占经扩大后总股本 8.01%，公司 IPO 定价区间为每股 14.8 港元至 17.8 港元，募集资金约在 62.83~75.57 亿港元(人民币约 54.97~66.12 亿元)。按其中的 60% 资金用于门店扩张，则对应门店扩张的资金准备约 33.0~39.7 亿元，可对应开设 330~496 家门店的投资总额。根据我们的 2020 年门店新增至 1045 家的测算，公司在 2018-2020 年门店建设的资本开支分别在 20.3 亿元、24.2 亿元、26.6 亿元，公司在 16 年虽然现金流良好，但对应 18 年~19 年的资本开支仍有一定压力，本次 IPO 募资有望显著减轻公司在期间的资金压力，帮助海底捞实现全国的扩张。

表 4: 公司的本次 IPO 募集资金计划用途明细

用途	用途说明	资金占比
国内外扩张计划	提高餐厅密度	60%
	进一步扩展餐厅覆盖地区	
	在海外开设新店	
开发及实施新技术	提升顾客体验	12%
	提升食品安全	8%
偿还贷款	偿还贷款	15%
营运资金	一般企业用途	5%

资料来源: 招股说明书

③稳健可观现金流助力 19-20 年门店持续扩张: 海底捞在 2016-17 年的经营活动产生的现金流净额均超过 14 亿元, 18 年 H1 约 10.03 亿元, 现金流稳健。我们测算, 若海底捞的门店数在 2018-2020 年分别达到 493 家、756 家、1045 家情况下, 预计公司在 2018-20 年的经营活动现金流净额可达 25.1 亿元、42.0 亿元和 61.3 亿元。

图 35: 海底捞的门店扩张速度在 17-18 年间显著提速



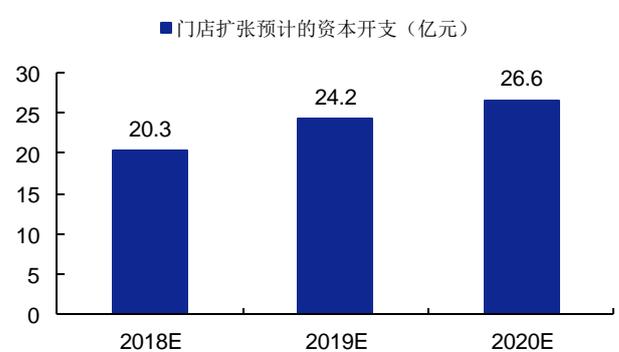
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心测算

图 36: 公司现金流好, 但 17-18 年快速扩张仍有资金压力



资料来源: 公司公告

图 37: IPO 在 18-19 年可显著减轻快速扩张的资金压力



资料来源: 安信证券研究中心测算

## 2.3. 现有优秀机制难掌握，动态管理创新难被模仿

为什么海底捞你学不会？ 我们在该章节的第一和第二小节中已重点讲了海底捞的优秀管理所延伸出的好服务和强复制，对于同行而言，其企业管理的护城河可以被拆分成现有优秀的管理机制+持续的管理创新。

①**现有的优秀机制：可能被模仿，但不一定适用且未必能被对手执行。** 餐厅同行可以模仿海底捞目前的种种机制，但该类机制均为被海底捞内部管理人员所反复思考及讨论后所做出的适合海底捞在某一阶段下的最优管理机制，并不一定真正适合对手。此外，海底捞的好服务源自于产业链的打通及把员工当家里人来看待的至上而下企业文化，生搬硬套“源头抓服务”的考核机制未必能实现良好的收益。

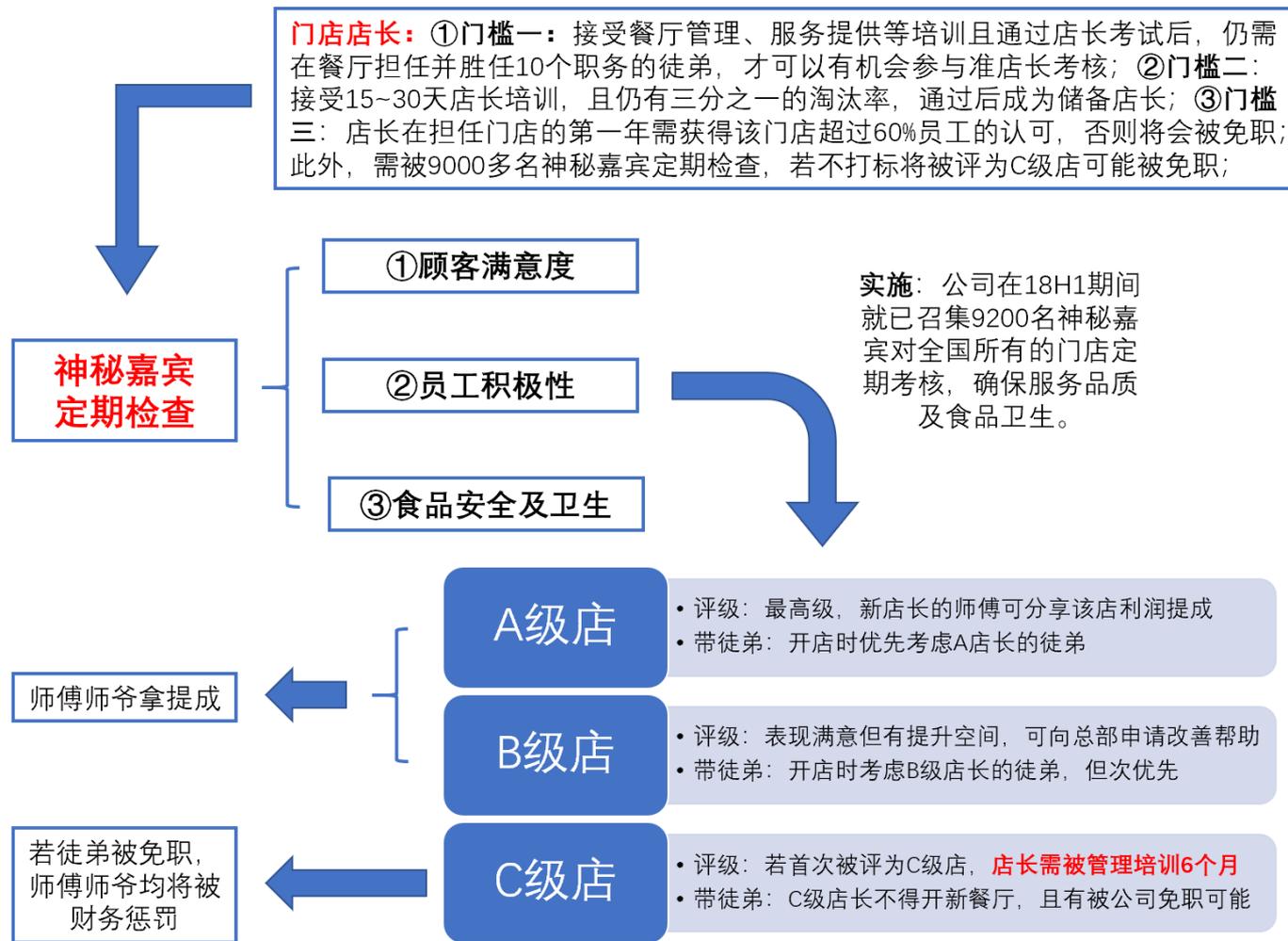
②**持续的管理创新：不同阶段动态调整，“想跟”也未必能跟上。** 海底捞的管理创新能力为其管理团队的核心优势，包括了对员工、店长、职能部门等的领先管理机制。以师徒制为例，该制度适用海底捞门店快速扩张时期的业绩考核，但稳定状态下并非合适。因此店长考核机制在不同阶段下会被持续得更新以求最优，就是公司管理创新的表现。在海底捞的内部，董事长张勇先生负责传达管理理念，高管团队及机制所适用的员工群体代表等很多时候均会一同参与讨论和制定，且同样有机会提出自己的建议，并最终制定出最优方案。海底捞在不同阶段动态调整的创新能力，使其管理优势可一直领先于模仿者。

## 2.4. 严格的淘汰机制+持续的服务监督，确保高速扩张下门店服务质量不下降

公司为确保快速扩张下，门店的管理及服务质量得以保证，对店长及门店的考核设置了严格且持续性的考核机制。三大门槛确保店长的高质量：①门槛一：接受餐厅管理、服务提供等培训且通过店长考试后，仍需在餐厅担任并胜任 10 个职务的徒弟，才可以有机会参与准店长考核；②门槛二：接受 15-30 天店长培训，且仍有三分之一的淘汰率，通过后成为储备店长；③门槛三：店长在担任门店的第一年需获得该门店超过 60% 员工的认可，否则将会被免职；此外，需被神秘嘉宾定期检查，若不打标被评为 C 级店后可能被免职。

神秘嘉宾考核机制，确保开业后的餐厅顾客高满意度及员工好服务。 由于客户满意度和员工积进性为无形指标，无法通过财务指标或运营指标来衡量。对此，公司在每个季度都会委派至少 15 位神秘嘉宾到每家店就餐体验做评级，用于衡量餐厅的服务质量、服务员的敬业程度、食品卫生情况、餐厅环境等，且神秘嘉宾均为第三方，并严禁与店长进行串通，否将被处于罚款，确保公正公平。神秘嘉宾考核机制是公司 A、B、C 级门店划分的核心评级方式，其中 A 级为最优，享有优先派徒弟开店的权利，C 级为三者中最差的评级，若店长在一年之内连续两届被评为 C 级店，则可能会被免职的情况，确保门店的服务质量。 截止 18 年 1-6 月，公司已召集约 9200 位神秘嘉宾，对各个门店进行考核，确保服务质量、员工积极性和食品卫生。

图 38：公司对门店服务及店长均设置严格且持续性的服务监督体系，确保快速扩张下的门店保质保量



资料来源：公司招股书，安信证券研究中心整理

## 2.5. 门店专员监管+供应商严格把关，层层保障食品安全

餐饮行业中最大风险之一就是食品安全风险，对此海底捞对门店食品卫生、关联方卫生保障等均实施了多种策略严格把关，确保食品卫生。①公司为确保食品安全，在每家门店都特设1~2名专门负责食品安全的员工，目前共计500多名员工；且在负责食品供应的颐海国际、蜀海、扎鲁特旗中集团也均有超过300名员工负责食品安全；②神秘嘉宾的三大检查指标之一就是食品卫生，会对门店厨房进行例行的突击检查；③店长如果一旦食品卫生不过关，会被立马降级为C级，且可能会被辞职的风险。

## 2.6. 关联方积极扩产+第三方储备充足，确保高速扩张下供应链同步跟进

关联提前扩产+储备第三方，配套供应链高速扩张下有望同步跟进。①公司高度市场化的关联方（颐海、蜀海等）一般在年初就会得到公司本年度扩张计划，且公司长期全国布局的决心明确，关联方提早进行产能及供应环节的布局积极应对。以火锅底料的供应商颐海为例：根据招股书，海底捞目前火锅底料的采购中大部分均来自关联方颐海国际。对此，颐海国际考虑到海底捞未来的门店数将大幅增长，以及自身产品在第三方的广阔市场，已对产能方面

规划了 3 个扩展项目（根据颐海国际的公告，扩产项目包括了霸州一期的一阶段和二阶段扩产项目+马鞍山扩产项目），预计未来 3 年内释放的火锅底料产能达 27 万吨，相比目前的 6 万吨产能可实现增长 353%；②海底捞持续对合格第三方进行维护，确保万一关联方供应不足情况下依旧不影响门店扩张和供应。在第三方的储备上，以冷链运输环节为例，公司除了同关联蜀海合作之外，还分别与四名位于福建、山东、河北及云南省的独立第三方仓储及物流服务公司签订协议。根据公司招股书，该四名独立第三方运输供应商足以应付公司在相关省份的服务需求。在第三方的火锅底料方面，公司在大多数采购颐海国际产品之外，还会小额度但持续性地采购第三方的火锅底料，以维持合作关系及得到持续的第三方报价，稳定的第三方储备同样保障了颐海万一在供应不足的情况下，可快速找到其他供应商弥补。

### 3. 海底捞全国扩张空间有多大?

**核心逻辑:** 海底捞未来业绩的成长性主要来自全国范围内的门店快速扩张, 而非存量门店翻台率和客单价的提升(海底捞5次/天的门店翻台率在行业内已经属于高位, 且翻台率过高会在一定程度上影响顾客的体验, 如排队时间过长等, 因此海底捞未来并不追求更高的翻台率, 而是顾客体验, 因此在北京等城市依旧会加密门店, 以提高顾客满意度; 同样公司也不会刻意提高菜价去提客单价, 仅在原材料的采购成本变动较大时才会使得提价以减轻成本压力)。我们以海底捞门店布局相对较成熟的一线城市来做稳态下的单店密度测算, 并以该门店对应的人口密度推广至二三线城市, 从而得到全国范围内的成熟状态下的门店预期数量; 并乘以各线城市的门店对应的单店盈利模型, 得到海底捞的未来业绩空间。

#### 3.1. 单店模型假设: 一二三线及海外城市 12 个单店模型, 测算未来业绩

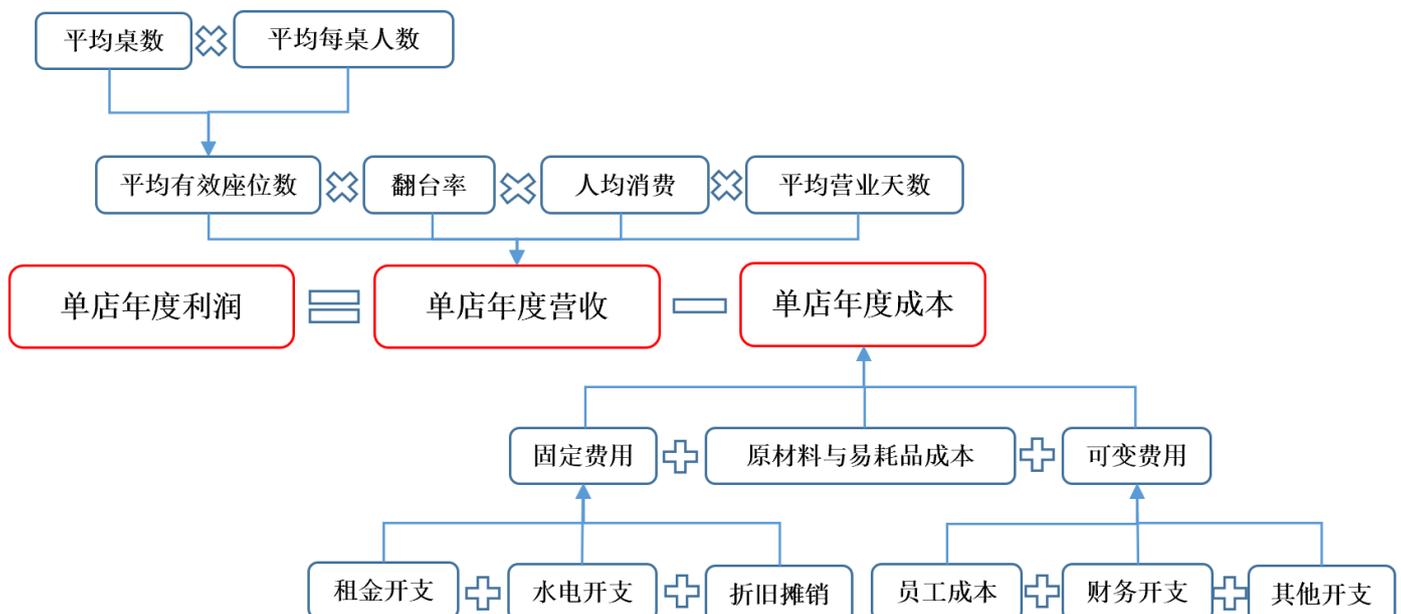
步骤一: 普通单店模型的假设及测算:

①单店投资额及面积假设: 海底捞门店在 2013 年之前的早期以 1500 平米的旗舰店为主(基数很小), 但在 13 年后基本以 600-1000 平米的普通门店为主, 对应单店投资金额在 800~1000 万元左右, 且新标准已执行超过 4 年(13-18 年 H1), 因此不存在 17 年的存量门店平均收入等于未来新开两家门店平均收入的情况。

②单店投资回收期假设: 我们根据海底捞的招股说明书中数据: 在 2015-16 年平均新开的餐厅 1~3 个月内实现首月盈亏平衡, 在 6~13 个月实现现金投资回收。我们对 2018-20 年间的新餐厅成长曲线采取保守假设, 均取上述的最大值, 即第 3 个月才实现盈亏平衡, 第 12 个月才实现现金收回。

③单店年净利润假设: 考虑到海底捞在 13 年后的新标准下, 单店投资额在 800-1000 万元左右(对应固定资产折旧摊销合计大概 200-250 万元/年), 按照第 12 个月实现现金收回测算, 对应全年的经营性现金流净流入大致在 800-1000 万元左右, 在扣除固定资产折旧摊销后, 对应单店平均的年净利润 450-600 万元左右(餐厅基本无账期, 关联方基本月结)。在门店翻台率方面, 公司预计会在目前的一二三城市对门店进一步价加密, 预计单店的翻台率在 2018-2020 年将小幅下降。

图 39: 海底捞的单店盈利模型拆解(明细请见海底捞盈利预测模型)



资料来源: 安信证券研究中心整理

### 步骤二：不同线城市的 12 个对应模型设定：

①各线城市模型分类：考虑到公司在不同线城市的单店年收入、租金费用率、客单价、人工成本等均不同，我们对一、二、三线城市及海外门店分别单设门店模型，合计四个类别。

②新开店、爬坡点、成熟店设定：考虑到海底捞新开门店集中在三四季度，部分当年新开的店在第二年上半年仍处于爬坡期阶段，我们对此再将各线城市对应的单店模型中，再细分出 3 个不同阶段的单店模型：首年新开门店、爬坡期门店、成熟店，合计 12 个单店模型给予业绩测算。其中，在首年新开店模型中，我们预计公司的新店在全年均匀分布，因此加总平均后，其收入大致约为爬坡期门店的全年收入一半左右；此外，爬坡期的店收入与成熟期的店收入相差较小，主要考虑到海底捞门店的成熟期较短所致。

### 3.2. 中期门店空间测算：二三线潜力大，预计 2020 年门店总数可增至 1045 家

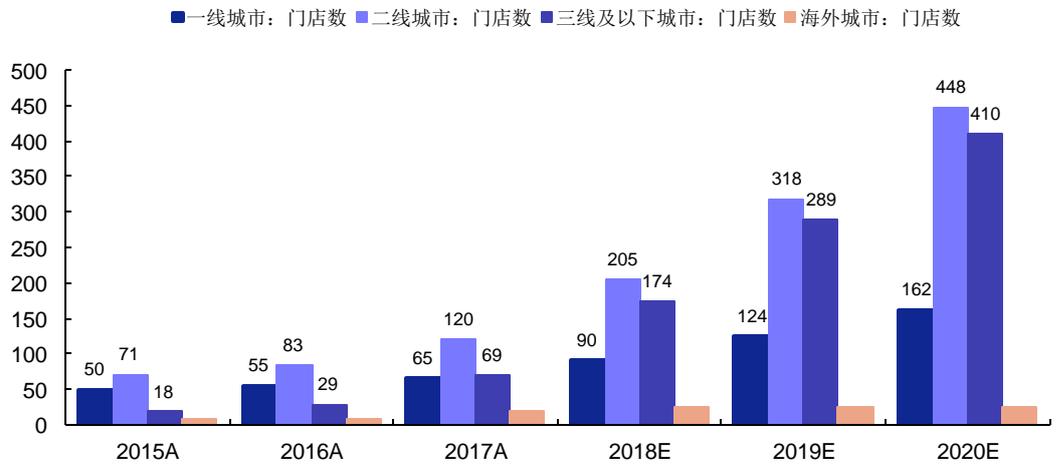
门店下沉二三线城市是海底捞未来区域扩张的重要方向。截止 2017 年末，三线及以下门店数仅 69 家，未来展店空间巨大。第一是从截止 18H1 的储备项目来看，公司在全球已开门店达 341 家，同时收到的现有店长提出开店申请约 475 份；叠加公司本次 IPO 募资金中计划 60% 将用于新开店，若不考虑未来店长新的开店申请，我们预计海底捞短期就有望实现开店 800 家以上。第二是我们从常住人口密度上看测算，预计一二三线城市成熟期下的密度分别为 45、60、75 万常住人口/每家店，由此测算得到 2020 年的国内门店数总数有望达到 1020 家，叠加海外的门店数有望增至 25 家，总数预计在 2020 年可达 1045 家门店。

表 5：我们预计海底捞在 2018-20 年将是高速扩张期，至 2020 门店数有望至 1045 家

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>海底捞：门店总数</b>	146	176	273	493	756	1045
新开店数	36	32	98	225	269	296
关店数	2	2	1	5	6	7
净增店数	34	30	97	220	263	289
<b>一线城市</b>	50	55	65	90	124	162
新开店数	9	6	10	26	35	39
关店数	1	1	0	1	1	1
净增店数	8	5	10	25	34	38
门店数占比	34.2%	31.3%	23.8%	18.3%	16.4%	15.5%
<b>二线城市</b>	71	83	120	205	318	448
新开店数	12	13	38	87	115	133
关店数	1	1	1	2	2	3
净增店数	11	12	37	85	113	130
门店数占比	48.6%	47.2%	44.0%	41.6%	42.1%	42.9%
<b>三线及以下城市</b>	18	29	69	174	289	410
新开店数	12	11	40	107	118	124
关店数	0	0	0	2	3	3
净增店数	12	11	40	105	115	121
门店数占比	12.3%	16.5%	25.3%	35.3%	38.2%	39.2%
<b>海外</b>	7	9	19	24	25	25
新开店数	3	2	10	5	1	0
关店数	0	0	0	0	0	0
净增店数	3	2	10	5	1	0
门店数占比	4.8%	5.1%	7.0%	4.9%	3.3%	2.4%

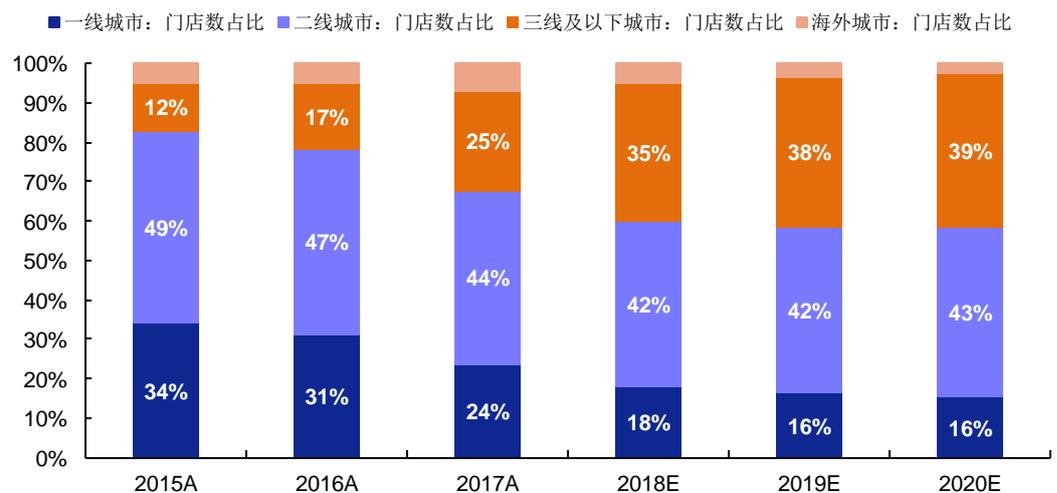
资料来源：招股说明书，安信证券研究中心测算

图 40：海底捞的门店预计会持续下沉，未来的门店数增量核心来自二三线城市（家）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心测算

图 41：预计海底捞在未来三线城市的门店数将高速增长，占比将持续提升

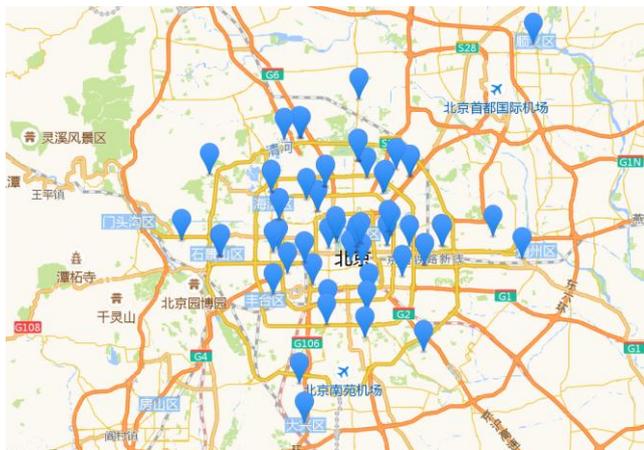


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心测算

### 3.2.1. 一线城市：北京和深圳扩张较成熟，一线预计密度 45 万常住人口/每家店

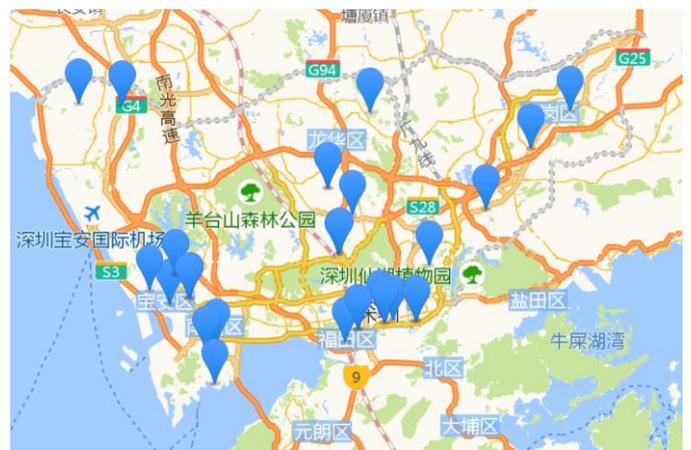
北京和深圳门店密度预计仍可加密，成熟期预计 45 万常住人口/每家店左右。一线城市为海底捞门店扩张最早地区之一，截至 18 年 6 月，海底捞在北上广深的门店数合计 78 家：北京 32 家、上海 19 家、广州 7 家、深圳 20 家。从对应各城市的常住人口数量来看，北京和深圳的每家店对应常住人口密度分别为 68 万人和 63 万人/每家店，按一线城市门店日均 1418 人次的客流量来看，分别对应每位常住人口每年去海底捞消费 0.76 次和 0.82 次。考虑到 2017 年全国的人均火锅年消费次数 5.18 次/年左右（智研咨询），以及北京的海淀区和丰台区、深圳的龙岗区等地门店密度依旧较低，我们预计成熟状态下北京和深圳的门店密度约在 45 万常住人口/每家店（人均年消费次数约 1.1 次/年，按消费次数计算的市占率由目前的 15% 提升至 21%），对应北京和深圳的成熟期门店数分别为 48 家和 28 家左右。

图 42: 截至 18 年 6 月, 北京的海底捞门店已增至 32 家



资料来源: 百度地图、海底捞官网、安信证券研究中心整理

图 43: 截至 18 年 6 月, 深圳的海底捞门店已增至 20 家



资料来源: 百度地图、海底捞官网、安信证券研究中心整理

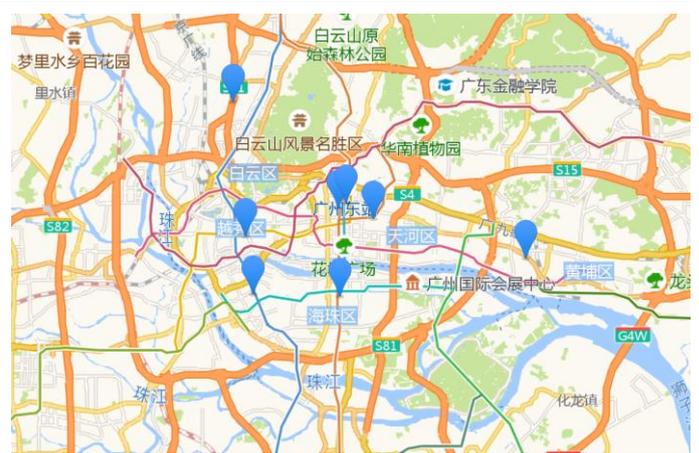
上海和广州门店密度较低, 未来扩张空间大, 成熟期预计密度同样 45 万常住人口/每家店。四个一线城市中, 广州 (207 万人口/每家店) 和上海 (127 万人口/每家店) 门店人口密度远低于北京 (68 万人口/每家店) 和深圳 (63 万人口/每家店), 未来可拓展的潜在门店数也更多。以上海为例, 可以看到黄浦区、徐汇区、闵行区以及杨浦区均只有 1~2 家门店; 广州的海珠区、天河区、越秀区等门店密度相比更低。考虑到上海和广州的人均 GDP 与北京和深圳相当, 且海底捞的火锅同时包括了辣锅、菌汤锅及各类菜品等使得口味适用范围广, 预计上海和广州未来的海底捞门店对应人口密度同样可达到 45 万人口/每家店左右, 预计可加密 182%和 360%, 对应上海和广州的成熟期门店数分别为 54 家和 32 家左右。

图 44: 截至 18 年 6 月, 上海的海底捞门店增至 19 家



资料来源: 百度地图、高德地图、海底捞官网

图 45: 截至 18 年 6 月, 广州的海底捞门店仅 7 家



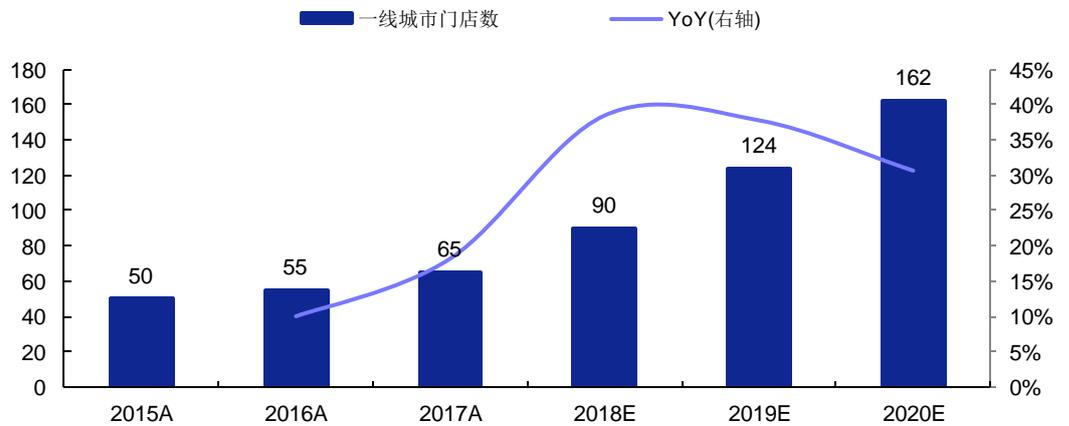
资料来源: 百度地图、高德地图、海底捞官网

表 6: 海底捞一线城市成熟状态下的门店数测算 (密度: 45 万常住人口/每家店)

一线城市	人数 (万人)	门店数	一线城市	人数 (万人)	门店数
北京	2170	48	广州	1450	32
上海	2420	54	深圳	1250	28
<b>总计</b>	<b>7290</b>	<b>162</b>			

资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心测算

图 46: 海底捞一线城市门店依旧有空间扩张, 成熟状态下预计总店数 162 家



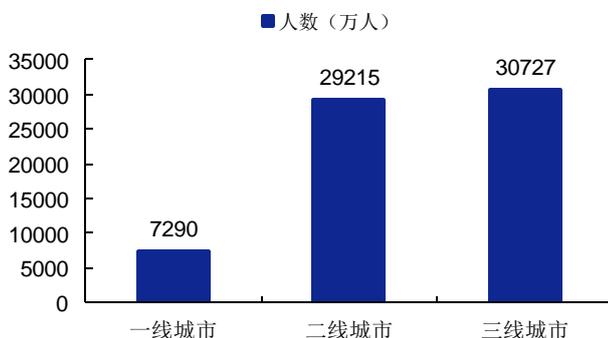
资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心测算

### 3.2.2. 二三线潜力大: 预计单店对应常住人口 60-75 万人, 成熟期门店 858 家

保守预计, 二三线由于人均可支配收入较低, 对应门店密度也相对较低。海底捞人均消费在 100 元左右, 定位中高端火锅。根据智研咨询的测算, 全国火锅的人均消费在 64.8 元, 考虑到二三线城市相比一线而言的人均可支配收入会相对较低, 我们预计二三线城市的门店成熟期密度分别为 60 万和 75 万常住人口/每家店左右。

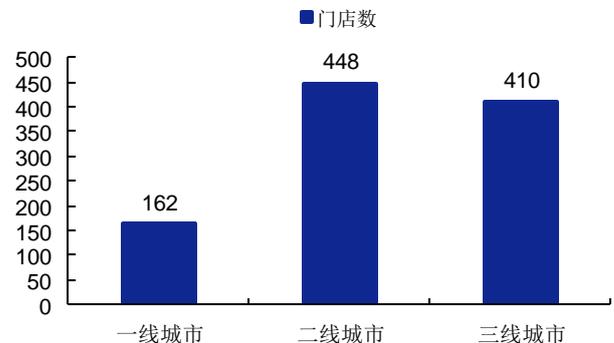
按常住人口计算, 预计二线和三线城市的成熟期下门店数约 448 家和 410 家。我们统计了一二三线城市的人口总数, 分别为 7290 万人、29215 万人及 30727 万人, 并计算得出饱和状态下海底捞在一、二、三线城市的潜在门店数分别为 162 家、448 家、410 家, 成熟状态下预计国内门店的总店数 1020 家, 对应 17 年末的 254 家国内门店总数, 未来的扩张空间预计可达 766 家。

图 47: 2017 年一、二、三线城市人口数目 (单位: 万人)



资料来源: 国家统计局, 百家号, 安信证券研究中心

图 48: 估测海底捞一二三线城市门店数目成熟可至 1020 家



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心测算

海底捞的二线城市潜在门店数量可观, 预计将迎来加速扩张, 并在 2020 年达到 448 家门店。截至 2017 年底, 海底捞二线城市门店为 120 家, 在 65 万常住人口的门店密度下, 我们预计二线城市的展店空间较大。预计未来 3 年开店数分别为 85 家、113 家、130 家, 并于 2020 年达到 448 家门店。

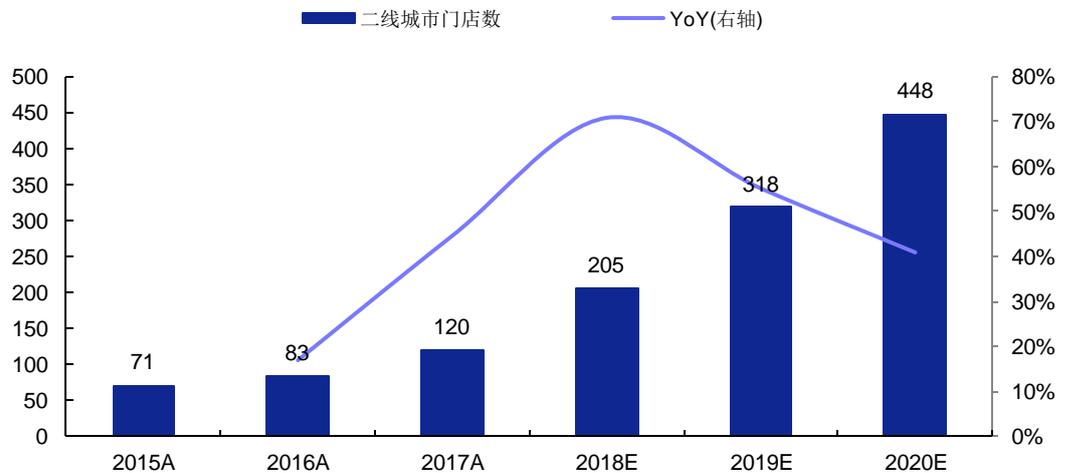
表 7: 海底捞在二线城市预计对应的成熟期门店数 (密度: 60 万常住人口/每家店)

二线城市	人数 (万人)	门店数	二线城市	人数 (万人)	门店数
天津	1560	26	福州	770	13
杭州	940	16	郑州	990	17
南京	830	14	石家庄	1090	18
济南	740	12	苏州	1070	18
重庆	3080	26	佛山	750	13
青岛	930	16	东莞	830	14
大连	710	12	无锡	660	11
宁波	810	14	烟台	710	12
厦门	400	7	太原	440	7
成都	1610	13	合肥	800	13
武汉	1090	18	南昌	550	9
哈尔滨	955	16	南宁	710	12
沈阳	840	14	昆明	680	11
西安	950	16	温州	930	16
长春	760	13	淄博	470	8
长沙	790	13	唐山	770	13
<b>总计</b>	<b>29215</b>	<b>448</b>			

资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心测算

注: 重庆和成都的海底捞门店密度预计 120 万常住人口/每家店

图 49: 二线城市潜力巨大, 预计 2020 的门店数将达到 448 家



资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心测算

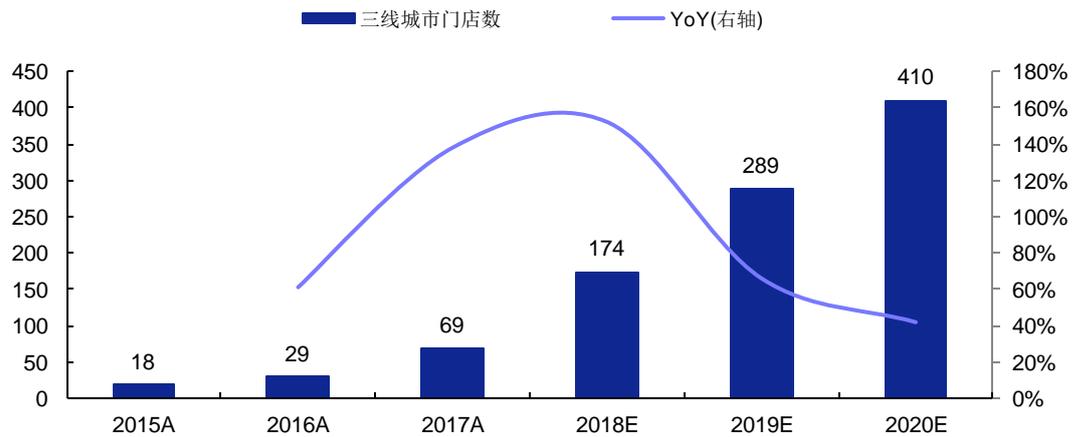
三线城市空间广阔、实力竞争对手更少, 未来 3 年扩张速度同样有望高速发展。根据国家统计局数据, 三线城市人口为 30727 万人, 以 75 万人/家的门店密度计算, 海底捞三线城市潜在门店数为 410 家。随着海底捞渠道下沉逐渐加速, 2016 与 2017 年海底捞在三线城市的门店扩张速度分别达到了 61.1% 与 137.9%。截至 2017 年年末, 海底捞三线城市门店数为 69 家, 扩张空间十分巨大。考虑到三线城市海底捞的实力竞争对手更少, 预计海底捞在三线城市的门店扩张将继续快速推进, 未来 3 年开店数分别为 105、115、121 家, 并于 2020 年达到 410 家左右。

表 8: 海底捞三线城市潜在门店数 (密度: 75 万常住人口/每家店)

三线城市	人口	门店数	三线城市	人口	门店数	三线城市	人口	门店数	三线城市	人口	门店数
乌鲁木齐	225	3	绍兴	501	7	江阴	125	2	岳阳	568	8
贵阳	490	7	济宁	835	11	张家港	126	2	聊城	641	9
海口	227	3	盐城	724	10	义乌	130	2	常德	609	8
兰州	369	5	邯郸	951	13	金华	556	7	漳州	513	7
银川	223	3	临沂	1124	15	保定	1035	14	滨州	395	5
西宁	236	3	洛阳	680	9	吉林	423	6	茂名	808	11
呼和浩特	311	4	东营	215	3	鞍山	344	5	淮安	491	7
泉州	865	12	扬州	451	6	泰安	564	8	江门	454	6
包头	288	4	台州	604	8	宜昌	414	6	芜湖	370	5
南通	731	10	嘉兴	356	5	襄阳	565	8	湛江	724	10
大庆	273	4	沧州	778	10	中山	326	4	廊坊	462	6
徐州	876	12	榆林	340	5	惠州	476	6	菏泽	874	12
潍坊	936	12	泰州	465	6	南阳	1194	16	柳州	396	5
常州	471	6	镇江	319	4	威海	283	4	宝鸡	376	5
鄂尔多斯	207	3	昆山	166	2	德州	597	8	珠海	168	2
绵阳	484	6	总计	30727	410						

资料来源: 国家统计局, 安信证券研究中心测算

图 50: 三线城市空间广阔、实力竞争对手更少, 未来 3 年扩张速度同样有望高速发展

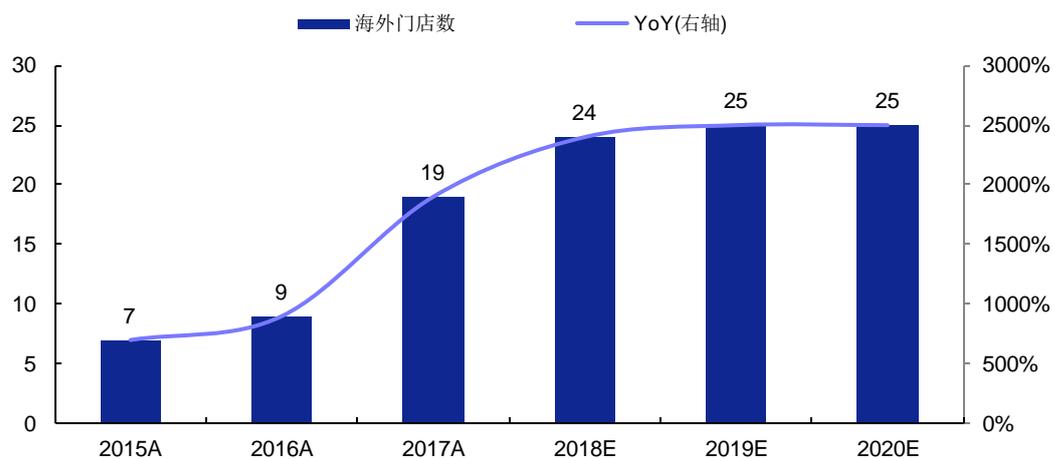


资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心测算

### 3.2.3. 海外潜在市场有限且经营难度较高, 预计未来 3 年扩张空间相对有限

海外大型华人社区数量有限且经营难度较高, 预计未来 3 年海底捞海外门店扩张空间相对有限。根据招股说明书的披露, 海底捞的海外扩张工作将集中拥有大型华人社区的国家和城市。目前海底捞已在新加坡、美国、日韩、港台等地区开设门店, 潜在重点目标预计为英国、加拿大、澳洲、马来西亚等。总的来看, 大型华人社区数量有限。并且海外经营在顾客口味、消费习惯、监管法律、采购、员工招聘等方面都存在更高风险, 因此我们预计未来 3 年海底捞海外门店扩张空间相对有限, 开店数量分别为 5、1、0 家, 2020 年海外门店数量为 25 家。

图 51：海外大型华人社区数量有限且经营难度更高，预计未来门店扩张空间不大



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心测算

## 4. 海底捞市值成长空间有多少？

### 4.1. 盈利预测：2018-20 年业绩 CAGR 预计 57.5%，对应 2020 年业绩 40 亿元

我们预计海底捞在 2018-20 年间的营收复合增速约 51.12%，有望从 2017 年 273 家门店对应的 104.1 亿元营收，增长至 2020 年 1045 家门店的 367.0 亿元营收。其中，三线城市受益门店的快速增长，对应的营收 2018-20 年复合增速预计达 88.0%（17 年基数小+新开门店多所致），二线城市和一线城市门店的营收复合增速预计分别为 51.3%和 29.2%。

表 9：海底捞的 2015-2020 年营业收入测算（百万元）

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入						
门店营业总收入（百万元）	5774	7661	10408	16755	25894	35940
YoY		32.7%	35.9%	61.0%	54.5%	38.8%
一线城市	2317	2713	2958	3702	4945	6381
YoY		17.1%	9.0%	25.2%	33.6%	29.0%
占总营收比例	40.1%	35.4%	28.4%	22.1%	19.1%	17.8%
二线城市	2880	3779	5231	8203	12702	18100
YoY		31.2%	38.4%	56.8%	54.8%	42.5%
占总营收比例	49.9%	49.3%	50.3%	49.0%	49.1%	50.4%
三线及以下城市	300	732	1518	3708	6914	10081
YoY		144.2%	107.5%	144.2%	86.5%	45.8%
占总营收比例	5.2%	9.6%	14.6%	22.1%	26.7%	28.1%
海外	277	437	700	1142	1333	1377
YoY		57.7%	60.3%	63.2%	16.6%	3.4%
占总营收比例	4.8%	5.7%	6.7%	6.8%	5.1%	3.8%
（扣除）会员积分计划	130.52	27.26	23.86	38.42	59.37	82.40
YoY		-79.1%	-12.5%	61.0%	54.5%	38.8%
外卖业务收入	74.07	146.12	218.76	350.02	525.03	735.04
YoY		97.3%	49.7%	60.0%	50.0%	40.0%
销售调味品及食材	29.52	25.97	30.31	48.80	75.41	104.67
YoY		-12.0%	16.7%	61.0%	54.5%	38.8%
总营业收入	5746.60	7805.50	10632.74	17115.77	26434.96	36696.87
YoY		35.8%	36.2%	61.0%	54.4%	38.8%
其他收入	35.66	62.09	90.75	100.00	105.00	110.00
YoY		74.1%	46.2%	10.2%	5.0%	4.8%

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心测算

预计公司 2018-20 年的业绩 CAGR 达 57.5%，小幅高于收入主要系 18 年无少数股东损益，对应 2020 年约 40 亿元业绩。在业绩方面，由于公司在 17 年为 IPO 对部分子公司进行了整合，因此预计在 2018 年及之后将不再有少数股东损益（对旗下子公司基本均实现了全资控股）。此外，从海底捞目前的一二三线门店模型来看，单店的利润率呈二线>三线>一线的格局，主要原因是二线城市的翻台率最高，且租金和人工成本相对一线又便宜。因此未来公司在扩张更多门店至二三线的情况下，我们利用 12 个单店模型测算得到海底捞 2018-2020 年的业绩复合增速约 57.5%。此外，我们预计未来在海底捞的门店加密下成熟店的整体翻台率预计略有下降，对应的整体净利率预计由 17 年的 11.2%小幅下滑 0.3pct 至 20 年的 10.9%。

**表 10: 海底捞的 2015-2020 年营业收入测算 (百万元)**

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业利润 (百万元)</b>						
总营业收入	5,746.6	7,805.5	10,632.7	17,115.8	26,435.0	36,696.9
YoY		35.8%	36.2%	61.0%	54.4%	38.8%
其他收入	35.66	62.09	90.75	100.00	105.00	110.00
YoY		74.1%	46.2%	10.2%	5.0%	4.8%
EBITDA	824	1643	2011	3259	4966	6831
YoY		99.5%	22.4%	62.1%	52.4%	37.5%
税前利润	594	1356	1625	2627	3942	5353
所得税税率	26.7%	27.3%	26.5%	25.0%	25.0%	25.0%
所得税开支	158	370	431	657	985	1338
净利润	435	985	1194	1970	2956	4014
YoY		126.30%	21.19%	64.96%	50.07%	35.79%
净利率	7.6%	12.6%	11.2%	11.5%	11.2%	10.9%
少数股东损益	138	243	166	0	0	0
归母净利润	297.4	742.4	1,028.2	1,969.9	2,956.2	4,014.4
YoY		149.60%	38.50%	91.59%	50.07%	35.79%

资料来源: 招股说明书, 安信证券研究中心测算

#### 4.2. 市值空间测算: IPO 市值预计 590~690 亿元

预计上市初期的市值在 590~690 亿元左右, 对应 18 年 PE 30~35x。根据“IPO 早知道”的消息, 海底捞预计将于 2018 年 9 月 27 日正式登陆港交所。我们预计海底捞 2018 年归母净利润约 19.7 亿元 (对应 17 年的业绩增速 91.6%), 并考虑到 2018-20 的业绩复合增速预计达 57.5%, 我们认为海底捞上市初期的市值对应 18 年业绩的 PE 预计在 30x-35x 左右, 对应的市值约 590~690 亿元。

## 5. 风险提示

- 1) **门店扩张进度不及预期。**海底捞正处于门店快速扩张阶段，若门店扩张进度不及预期，将一定程度影响营收增速。
- 2) **食品卫生质量风险。**食品卫生若出问题将对餐饮企业的口碑产生影响，若海底捞未来部分门店出现食品安全丑闻，或将对其口碑及 IP 造成一定的影响。
- 3) **原材料供应不足风险。**海底捞规模快速扩大同时对原料供应要求更高，若供应不足，会对门店经营和扩张进度产生影响。
- 4) **人才储备不及预期。**海底捞门店的快速扩张需要储备人才的支撑，若后备店长等核心人才的培养不及预期，将一定程度限制门店的持续快速扩张。
- 5) **管理能力不及预期。**门店网络的庞大程度与需要的公司管理能力成正比，若海底捞的管理能力不及预期，或无法较好地管理体量更大的经营网络，将对其制度优势上或产生一定风险。
- 6) **服务质量下降风险。**随着海底捞扩张加速，新员工服务质量存在一定的下降风险，特别是低线城市的服务质量往往逊于一线城市，若新店服务跟不上将影响公司的口碑及 IP。
- 7) **原料上涨超预期风险。**原材料是海底捞占比最大的成本项，若原料上涨超预期，且海底捞无法通过提价消化原料上升部分，营业利润或将受影响。
- 8) **行业竞争加剧风险。**若更多火锅连锁企业开始做区域扩张，势必会对海底捞竞争，使得原本竞争相对不那么激烈的二三线门店客流或将面临一部分分流风险。

## 6. 财务报表

表 11: 公司利润表测算 (单位: 百万元)

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业利润						
总营业收入	5,746.6	7,805.5	10,632.7	17,115.8	26,435.0	36,696.9
YoY		35.8%	36.2%	61.0%	54.4%	38.8%
其他收入	35.66	62.09	90.75	100.00	105.00	110.00
YoY		74.1%	46.2%	10.2%	5.0%	4.8%
EBITDA	824	1643	2011	3259	4966	6831
YoY		99.5%	22.4%	62.1%	52.4%	37.5%
税前利润	594	1356	1625	2627	3942	5353
所得税税率	26.7%	27.3%	26.5%	25.0%	25.0%	25.0%
所得税开支	158	370	431	657	985	1338
净利润	435	985	1194	1970	2956	4014
YoY		126.30%	21.19%	64.96%	50.07%	35.79%
净利率	7.6%	12.6%	11.2%	11.5%	11.2%	10.9%
少数股东损益	138	243	166	0	0	0
归母净利润	297.4	742.4	1,028.2	1,969.9	2,956.2	4,014.4

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心测算

表 12: 公司现金流量表测算 (单位: 百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
将净利润调整为经营活动的现金流量						
净利润	273	735	1,028	1970	2956	4014
加: 折旧与摊销	239	286	360	616	999	1442
营运资本变动	2	76	-110	-300	-200	-100
其他非现金调整	129	317	122	200	200	200
经营活动产生的现金流量净额	642	1,414	1,400	2,486	3,955	5,557
投资活动						
出售固定资产收到的现金	12	5	8	15	20	25
减: 资本性支出	412	430	1,243	2,500	2,500	2,500
投资减少	390	1,623	927	1,300	1,200	1,000
减: 投资增加	904	2,445	1,247	2,500	2,000	2,000
其他投资活动产生的现金流量净额	-1	-34	-10	-20	-15	-10
投资活动产生的现金流量净额	-916	-1,281	-1,565	-3,705	-3,295	-3,485
筹资活动						
债务增加	240	269	1,535	2,000	300	300
减: 债务减少	77	105	1,061	4,500	1,000	200
股本增加			0	6,500	0	0
减: 股本减少						
支付的股利合计						
其他筹资活动产生的现金流量净额	-5	-6	-369	-50	-10	-10
筹资活动产生的现金流量净额	159	158	105	3,950	-710	90
现金净流量						
汇率变动影响	0	0	-32	-40	0	0
其他现金流量调整	-24	-42	-32	-33	-35	-33
现金及现金等价物净增加额	-140	249	-125	2,658	-85	2,128
现金及现金等价物期初余额	297	158	407	282	2,940	2,855
现金及现金等价物期末余额	158	407	282	2,940	2,855	4,983

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心测算

**表 13：公司资产负债表测算（单位：百万元）**

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>						
现金及现金等价物	158	407	282	2940	2855	4983
交易性金融资产	53	7	79	100	120	140
其他短期投资	45	27	39	60	65	70
应收款项合计	885	729	919	1000	1120	1230
应收账款及票据	30	64	173	200	220	230
其他应收款	856	665	746	800	900	1000
存货	41	50	95	180	210	230
其他流动资产	2	36	48	50	60	55
流动资产合计	1,184	1,257	1,462	5330	5550	7938
<b>非流动资产</b>						
固定资产净值	797	943	2,085	3500	6000	7500
权益性投资			4	0	0	0
持有至到期投资				0	0	0
可供出售投资	6	7		0	0	0
其他长期投资				0	0	0
商誉及无形资产	19	15	11	15	17	19
土地使用权				0	0	0
其他非流动资产	400	528	174	200	220	250
非流动资产合计	1,223	1,493	2,274	3715	6237	7769
<b>总资产</b>	2,407	2,750	3,736	9045	11787	15707
<b>流动负债</b>						
应付账款及票据	100	120	169	200	220	240
应交税金	85	126	111	150	160	170
交易性金融负债				0	0	0
短期借贷及长期借贷当期到期部分	414	567	348	300	200	200
其他流动负债	645	829	1,990	300	300	300
流动负债合计	1,244	1,642	2,618	950	880	910
<b>非流动负债</b>						
长期借贷		11	9	10	12	13
其他非流动负债	5	24	17	20	22	25
非流动负债合计	5	35	27	30	34	38
<b>总负债</b>	1,250	1,678	2,645	980	914	948
<b>股东权益</b>						
优先股				0	0	0
普通股股本			0	6500	6500	6500
储备	723	800	1,118	1605	4373	8259
库存股						
其他综合性收益	-4	2	-29	-40	0	0
普通股权益总额	719	802	1,089	8065	10873	14759
归属母公司股东权益	719	802	1,089	8065	10873	14759
少数股东权益	438	270	2	0	0	0
股东权益合计	1,157	1,072	1,091	8065	10873	14759
<b>总负债及总权益</b>	2,407	2,750	3,736	9045	11787	15707

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

黄守宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034