

借力资本，蓄势待发

2018年9月18日

投资要点

- 火锅第一品牌，学不会的海底捞。**海底捞 1994 年四川简阳第一家餐厅开业，发展至今已 341 家门店，成为全球领先的中式餐饮品牌。2017 年海底捞收入 106.4 亿元、归母净利 10.3 亿元，稳居中式餐饮企业第一。火锅赛道相对易于标准化、口味接受度高，具备规模化基础。目前行业格局极为分散，海底捞在火锅市场份额 2.2%，据沙利文预计火锅行业规模 2017-22 年 CAGR 10.2%，结合龙头份额提升趋势，海底捞成长空间广阔。
- 独特管理模式确保门店经营效率。**公司管理模式独特，形成仅三个层次的扁平管理架构，分别是总部（总部管理+教练）、抱团小组、餐厅，基于核心理念“连住利益、锁住管理”进行组织管理。店长自主权高，以顾客服务满意度为最主要考核，基层员工计件薪酬、提供清晰的晋升通道；同一区域内餐厅形成抱团小组，共享资源、互相支持；总部在此架构下专注于管控餐厅管理的关键环节，如食品安全、供应商选择等。公司同时注重技术应用、会员管理、产品优化等各项可以提升就餐体验的要素运用。公司门店经营指标优异，2017 年人均消费 97.7 元、翻台率 5.0、同店增长 14%。
- 自下而上实现优质的规模化扩张。**公司门店扩张 2017 年开始提速，由之前每年开店 30 家左右提升至 2017 年开店 98 家，2018 年进一步加速、计划开店 180-220 家。门店扩张提速从公司角度我们认为得益于重组管理体系、鼓励自下而上增长，由店长向总部提交新餐厅提案，且将店长的财务利益与其培养新店长及开设新餐厅的能力挂钩。从行业空间角度，我们结合海底捞北京门店密度和麦当劳低线城市开店情况，测得海底捞的开店空间至少在 863 家，公司现有店长储备 400 个，海底捞的加速跑内外条件均具备。
- 关联方餐饮产业全布局提供发展助力。**我们认为，海底捞的成功除上述独特管理模式支持外，还离不开其团队在整个餐饮生态中的布局，从供应链（颐海、蜀海）到门店技术管理（红火台、讯飞至悦），从门店装修施工（蜀韵东方）到人力咨询（微海）等等。关联方的产业链体系支持有利于公司执行始终如一的质量控制，同时，公司不用在体系内承担供应链相关资产以及存货包袱，运营模式更加轻资产，提升公司资产回报率。
- 风险因素。**食品安全风险，门店扩张经营失败风险，人力成本大幅上升的风险、社保、消防等规范收紧影响经营的风险，食材成本大幅上涨风险等。
- 2019 提速，再上新台阶。**公司 2017 年开店加速，2018 年计划新开店 180-220 家，相比 2017 年底 273 家存量规模近翻倍增量，有望带动公司进入一轮加速增长周期。海底捞门店的前期爬坡时间较短，通常会在开业后 1-3 个月内实现初步的月度收支平衡，6-12 个月内实现现金投资回报，新门店对开业后一年的利润增长贡献最为显著。从公司的开店计划即可推断，公司 2019 年将望迎来加速增长。基于公司在独特的管理模式下保持持续成功概率的假设，我们预计公司 2018-2020 年归母净利 14.3/24.9/40.1 亿元，2018-2020 年 CAGR 57.5%。按 PEG=1，给予公司合理估值 823 亿元，对应 2018 年 PE 58X；DCF 测得合理估值 798 亿元。综合给予合理估值 800 亿元、折合港币 912 亿，假设不行使超额配股权，折合全面摊薄每股价值港币 17.21 元。申购价格区间为港币 14.8-17.8 元。

项目年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	7,808	10,637	16,878	26,130	34,276
增长率%	35.6%	36.2%	58.7%	54.8%	31.2%
归母净利（百万元）	735	1,028	1,433	2,494	4,013
增长率%	169.6%	39.8%	39.4%	74.1%	60.9%
EPS（元）	0.16	0.21	0.29	0.47	0.76
毛利率%	59.3%	59.5%	59.3%	59.4%	59.5%
净资产收益率%	91.7%	94.4%	17.0%	22.8%	26.9%
每股净资产（元）	0.15	0.17	0.23	1.69	2.06
PE	91	66	49	30	19
PB	92	83	62	8	7
EV/EBITDA	95	46	38	25	15

资料来源：公司招股说明书，中信证券研究部预测

注：股价为申购价格区间中间价



合理估值：17.21 港元
 申购价：14.8-17.8 港元

中信证券研究部

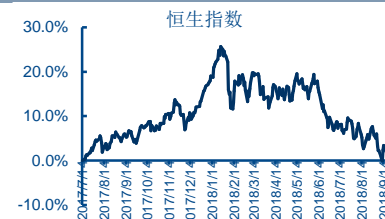
姜娅

电话：021-20262104
 邮件：jiangya@citics.com
 执业证书编号：S1010510120056

武明戈

电话：021-20262118
 邮件：wumingge@citics.com
 执业证书编号：S1010518080003

相对指数表现



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

主要数据

恒生指数 27014.49 点
 总股本/港股流通股本 20,232.0/20,232.0 百万股

目录

极富生命力的火锅第一品牌	1
仍在快速增长通道中	2
上市助力加速扩张.....	3
火锅是中式餐饮最佳赛道	5
“民以食为天”，餐饮消费持续增长	5
火锅存在规模化发展的基础	6
三四线城市存在更大的整合空间	7
自下而上实现优质的规模化扩张	9
门店扩张加速，低线城市是重心	9
扁平+自下而上驱动的组织结构是快速扩张的基础	11
“五年千店”具备发展空间	14
由内而外提升门店服务体验	15
就餐体验是核心，服务、产品为关键.....	15
激发员工自主性+清晰的激励机制保证服务水准	15
技术手段+会员体系增强用户粘性.....	17
内外兼修，产品持续优化升级	18
标准化流程确保门店高效经营	19
餐饮生态布局助力规模化顺利实现	22
关联方餐饮产业全布局提供发展助力.....	22
关联方专业化支持成就高 ROE	27
加速扩张，2019-2020 年将望迎盈利高增长	28
现有门店保持稳健增长	28
新开店驱动核心增长	31
风险因素	34
盈利预测和投资建议	34

插图目录

图 1: 海底捞全球餐厅网络数量 (家)	1
图 2: 海底捞 2015 年收入结构	2
图 3: 海底捞 2018H 收入结构	2
图 4: 海底捞 2015-2018H 收入及增速	2
图 5: 海底捞 2015-2018H 归母净利及增速	2
图 6: 餐厅经营收入按门店类型拆分 (单位: 亿元)	3
图 7: 餐厅经营收入增速按门店贡献拆分	3
图 8: 海底捞上市融资资金用途	4
图 9: 海底捞上市后股权结构	4
图 10: 海底捞基石投资者认购情况	5
图 11: 我国一二线核心城市餐饮发展水平与日本 80 年代极为相似	5
图 12: 中国餐饮行业各菜式市场份额 (2017 年收入计算)	6
图 13: 火锅 vs 其他中式餐饮收入及增速 (单位: 十亿元)	6
图 14: 火锅类占餐饮百强比重逐年提升	7
图 15: 火锅类百强与餐饮百强收入增速对比	7
图 16: 中国餐饮市场按运营主体划分的收入及连锁餐厅市场份额 (单位: 十亿元)	8
图 17: 火锅餐厅市场在一线城市及非一线/农村地区的收入及增速 (单位: 十亿元)	9
图 18: 各等级火锅市场收入规模增长	9
图 19: 火锅顾客年轻化程度较高	9
图 20: 海底捞中国境内餐厅网络	10
图 21: 呷哺呷哺中国境内餐厅网络	10
图 22: 海底捞 2015-2018H 开店情况 (家)	10
图 23: 海底捞 2016-2018H 分类净开店数量 (家)	10
图 24: 海底捞 vs 呷哺呷哺门店数量 (家)	11
图 25: 海底捞 vs 呷哺呷哺净开门店数量 (家)	11
图 26: 海底捞管理组织架构	12
图 27: 海底捞开店流程	13
图 28: 海底捞开店流程	13
图 29: 海底捞员工晋升轨迹 (领导层培训计划)	14
图 30: 海底捞员工结构	14
图 31: 海底捞创意服务案例: 一个人的火锅不寂寞	16
图 32: 海底捞创意服务案例: 为幼儿顾客提供婴儿床服务	16
图 33: 海底捞门店 (店长) 考评机制	16
图 34: 海底捞门店员工考评和激励机制	16
图 35: 海底捞 vs 呷哺呷哺员工成本占收入比例	17
图 36: 海底捞 vs 呷哺呷哺员工效率比较 (2018H)	17
图 37: 海底捞通过技术手段提升用餐体验	17
图 38: 海底捞网红吃法: 抖抖面筋球	18
图 39: 海底捞网红吃法: DIY 锅底	18

图 40: 海底捞升级门店的布局	19
图 41: 海底捞 2015-2018H 每间餐厅餐桌数 (个)	20
图 42: 2016-2018H 新开门店平均餐桌数 (个)	20
图 43: 海底捞红与黑主题门店	20
图 44: 海底捞浅绿和黄色主题门店	20
图 45: 海底捞升级 Logo	20
图 46: 不同年龄段一天不同时间段餐饮消费偏好	21
图 47: 工作日 vs 周末一天不同时间段订单量分布	21
图 48: 海底捞外卖业务收入及增速	21
图 49: 海底捞调味品及商品销售收入及增速	21
图 50: 海底捞外卖订单数及增速 (单)	22
图 51: 海底捞外卖每笔订单平均销售额 (元)	22
图 52: 海底捞外卖、调味品等业务占比情况	22
图 53: 海底捞关联公司的全产业链布局	23
图 54: 海底捞及其关联公司股权结构	23
图 55: 颐海国际销售火锅底料给海底捞/第三方的毛利率比较	24
图 56: 颐海国际前五大供应商占其采购额比例	24
图 57: 海底捞原料/易耗品成本及占收入的比例	24
图 58: 海底捞原料及易耗品成本分类比例	24
图 59: 蜀海集团部分合作伙伴	25
图 60: 海底捞向关联方采购占其食材/调味品采购总额的比例	26
图 61: 海底捞向关联方采购占其其他采购总额的比例	26
图 62: 海底捞向五大关联方的采购总额及占采供总额的比例	26
图 63: 海底捞向主要关联方采购额占其自身收入的比例	26
图 64: 海底捞的供应商质量控制机制	26
图 65: 海底捞 vs 呷哺呷哺 ROE 比较	27
图 66: 海底捞 vs 呷哺呷哺净利润率比较	27
图 67: 海底捞成本结构 (2017)	27
图 68: 呷哺呷哺成本结构 (2017)	27
图 69: 海底捞 vs 呷哺呷哺资产周转率比较	28
图 70: 海底捞 vs 呷哺呷哺存货周转天数比较	28
图 71: 海底捞 vs 呷哺呷哺权益乘数比较	28
图 72: 海底捞 vs 呷哺呷哺资产负债率 (剔除借款)	28
图 73: 海底捞各类型门店 2016-2018H 同店销售增长情况	29
图 74: 海底捞整体门店同店收入增速拆分	29
图 75: 海底捞 vs 呷哺呷哺同店收入增速	29
图 76: 海底捞 2015-2016 同店翻台率	30
图 77: 海底捞 2016-2017 同店翻台率	30
图 78: 海底捞 2017H-2018H 同店翻台率	30
图 79: 海底捞一线城市门店同店收入增速拆分	30
图 80: 海底捞二线城市门店同店收入增速拆分	30
图 81: 海底捞三线以下城市门店同店收入增速拆分	31

图 82: 海底捞中国内地以外门店同店收入增速拆分	31
图 83: 海底捞新开 vs 现有餐厅翻台率	32
图 84: 海底捞按开业年度的门店人均消费 (元)	32
图 85: 海底捞按开业年度的门店顾客服务总量 (百万人次)	32
图 86: 海底捞按开业年度的翻台率	32
图 87: 按开业时间划分的门店收入贡献 (单位: 亿元)	33

表格目录

表 1: 海底捞发展历程	1
表 2: 中国 5 大中式餐饮公司 2017 年经营指标	2
表 3: 中国 5 大火锅餐饮集团 2017 年经营指标	2
表 4: 海底捞上市发行价格及对应市值	3
表 5: 中餐与火锅对比	6
表 6: 不同类型餐饮业态参数对比	7
表 7: 购物中心 (商业面积 5 万 m ² 及以上) 门店数超过 10 家的火锅品牌	8
表 8: 火锅餐厅市场不同档次市场的增长趋势	9
表 9: 海底捞向五大主要关联方的采购情况 (单位: 百万元)	25
表 10: 海底捞 2018 年新开门店收入及利润测算	32
表 11: 按开业时间划分的门店收入对当年公司整体收入贡献	33
表 12: 海底捞盈利预测核心假设一览	34
表 13: 餐饮行业可比上市公司估值表	35
表 14: 海底捞 DCF 估值结果	36

极富生命力的火锅第一品牌

廿四载耕耘铸就行业第一

海底捞第一家火锅餐厅 1994 年于四川省简阳市开业，5 年后首次走出四川，扩展至西安。随后十年，门店网络不断延展，现今已遍布全球，包括中国、新加坡、韩国、美国、日本等国家均已有布局。海底捞已经成长为全球领先的中式餐饮品牌。

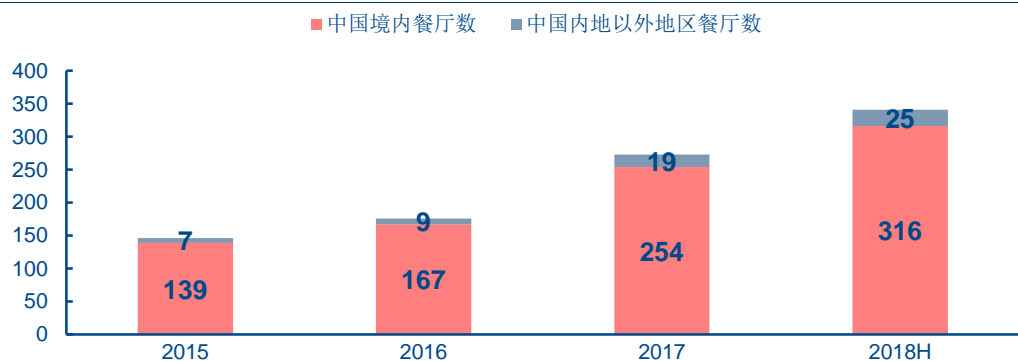
表 1：海底捞发展历程

时间	事件	阶段
1994 年	在四川简阳开设首家火锅餐饮	单店创业阶段（1994-1998）
1999 年	餐厅网络于四川省以外扩展至陕西省西安市	
2002 年	餐厅网络扩展至河南省郑州市	
2004 年	餐厅网络扩展至北京	连锁直营阶段：高层授权经理与规范化经营（1999-2005） 规范化直营模式：全面内生增长的直营店 规范员工培养模式：师徒制+轮岗制结合 授权与规范化的薪酬和福利制度 绩效考核规范化
2006 年	餐厅网络扩展至上海	
2007 年	获得中国质量认证中心颁发的 HACCP 质量管理体系认证	
2008 年	获得中国烹饪协会“中国名火锅”称号	精细化运营阶段：授权与规范化员工服务于企业软硬件投资（2006-2009） 规范拓店制度 IT 系统实施与典型应用有助于授权和规范化 西河原料生产基地和四大物流配送中心的规范化
2010 年	推出自营火锅外送业务，中国推出该服务的首个餐厅品牌	
2011 年	被国家工商行政管理总局认定为中国驰名商标	
2012 年	在新加坡开设首家海外分店	管理转型阶段：精英能力复制与规范化转型（2010 年 2015 年） 组织结构变革和教练组的诞生 海底捞学习型组织与创新扩散机制的规范化 外卖精英的规范化 国际业务的拓展
2013 年	在美国开设首家分店	
2014 年	在韩国开设首家分店 开设第 100 家火锅餐厅	
2015 年	在日本及台湾分别开设首家分店	进入门店快速扩张期（2016 年中期至今）
2016 年	重组内部管理结构以带动自下而上的项目选定过程	
2017 年	在香港开设首家分店	
2017 年	客流量创记录，达到 106.6 百万位顾客	
2018 年	开设第 300 家火锅餐厅	

资料来源：公司公告，中信证券研究部

截止 2018 年中期，海底捞火锅餐厅共计 341 家，且在进一步加速开店过程中持续保持全球最大的中式餐饮连锁企业地位。

图 1：海底捞全球餐厅网络数量（家）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

2017 年，海底捞收入总额 106.4 亿元、归属于控股股东净利 10.3 亿元，在中式餐饮企业中，门店、收入、利润各指标均居第一位。餐饮行业相对分散，以收入计，海底捞相对整个中式餐饮市场份额为 0.3%、相对火锅餐饮市场份额达 2.2%。

表 2: 中国 5 大中式餐饮公司 2017 年经营指标

	收入 (bn)	YOY	市场份额	餐厅总数	翻台率	均消
海底捞	9.7	34.4%	0.3%	254	5	94.6
公司 A (江浙菜)	4.7	27.0%	0.1%	~270	~4	~65
公司 B (西北菜)	4.3	22.9%	0.1%	~19	~4	~90
公司 C (火锅)	3.9	18.2%	0.1%	~9	~3	~60
公司 D (川菜)	3.7	15.6%	0.1%	~8	~3	~60

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

表 3: 中国 5 大火锅餐饮集团 2017 年经营指标

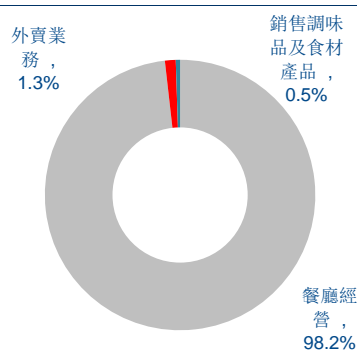
	收入 (bn)	YOY	市场份额	餐厅总数	翻台率	均消
海底捞	9.7	34.4%	2.2%	254	5	94.6
公司 C (火锅)	3.9	18.2%	0.9%	~440	~3	~60
公司 E (火锅)	3.6	28.6%	0.8%	~760	~4	~50
公司 F (火锅)	3.4	13.3%	0.8%	~550	~3	~80
公司 G (火锅)	3.3	26.9%	0.8%	~560	~2	~90

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

仍在快速增长通道中

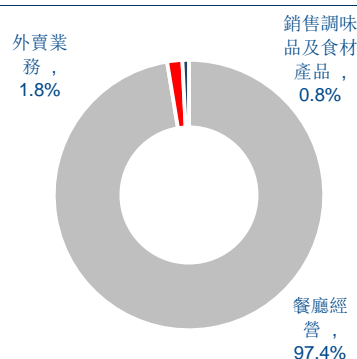
公司 98% 左右收入来源于直营火锅餐厅经营, 外卖、调味品/食材产品销售业务规模占比较小。

图 2: 海底捞 2015 年收入结构



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

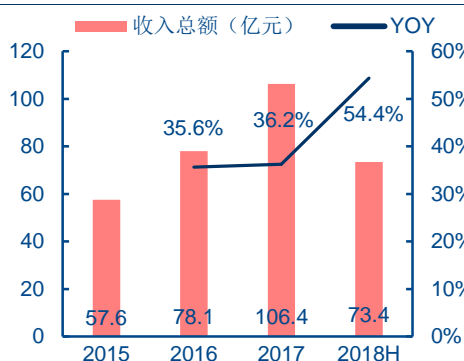
图 3: 海底捞 2018H 收入结构



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

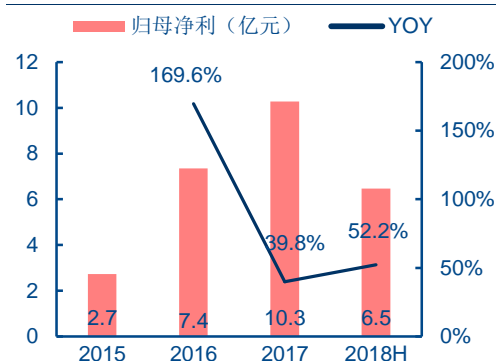
过去三年公司业务保持强劲增长, 2016-2018H 收入增速分别为 35.6%/36.2%/54.4%, 归母净利润增速分别为 169.6%/39.8%/52.2%。

图 4: 海底捞 2015-2018H 收入及增速



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 5: 海底捞 2015-2018H 归母净利润及增速

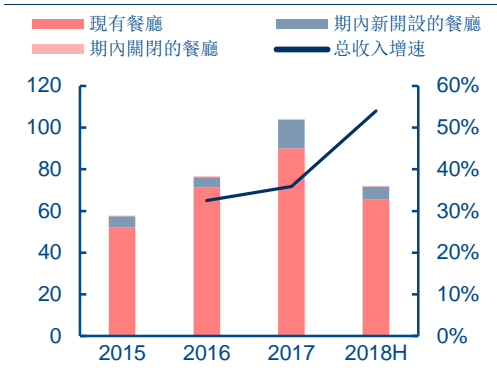


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

公司收入增长结构拆分如下: **1) 新开门店:** 如下图所示, 2016-2018H 新开门店贡献的收入增速分别为 -4.2%/9.5%/5.3%。**2) 前一年开业门店:** 鉴于春节因素餐饮开店主要集中在下半年, 因此当年内开业的新餐厅往往在开业后一年贡献可观收入、利润增长, 如下图所示上一年开业门店 2016-2018H 贡献收入增速分别为 22.6%/12.4%/42.3%。**3) 同店增长:** 2016-2018H 同店收入增速贡献分别为 14.1%/14.0%/6.4%。从过去三年的收入增长结构来看, 新开店对收入增长贡献更加显著, 尤其是对开业后一年的拉动更加明显。公司明确表示,

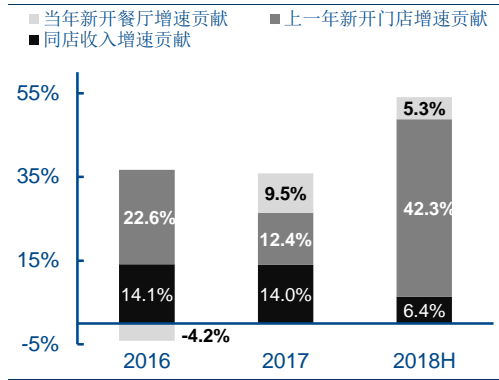
2018 年计划新开 180-220 家门店，相比 2017 年底 273 家存量门店规模接近翻倍增量，这将带动公司进入一轮加速增长周期。

图 6：餐厅经营收入按门店类型拆分
(单位：亿元)



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 7：餐厅经营收入增速按门店贡献拆分



资料来源：公司公告，中信证券研究部

上市助力加速扩张

寻求资金支持加速发展

海底捞已于 2018 年 5 月 17 日向港交所递交招股文件，9 月 12 日开始全球发售，预计将于 9 月 26 日在港交所挂牌上市。根据最新全球发售文件，海底捞上市定价区间为 14.80-17.80 港元，发售股份 4.2453 亿股，根据发售价格范围下限计算，预计海底捞全球发售将至少获得净额约 60.34 亿港元（折合人民币约 52.54 亿元）。

表 4：海底捞上市发行价格及对应市值

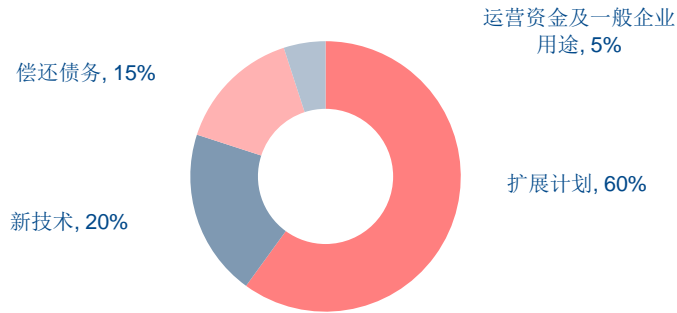
	按发售价每股 股份 14.80 港元计算	按发售价每股 股份 17.80 港元计算
股份的市值	784.4 亿港元/683.0 亿人民币	943.4 亿港元/821.5 亿人民币
每股未经审核备考调整有形资产净值	1.39 港元/1.21 人民币	1.62 港元/1.41 人民币

资料来源：公司招股书，中信证券研究部 注：市值基于紧随资本化发行及全球发售完成后（假设超额配股权并无获行使）预计将发行 53 亿股股份计算

假设发售价为每股 16.30 港币（即招股书中所述指示性发售价范围的中位数）、且超额配股权并无获行使，公司将收到全球发售所得款项净额（扣除公司就全球发售应付的报销佣金、费用及估计开支，约 2.68 亿港元）约 66.52 亿港元（折合人民币 57.92 亿元）。公司拟将上市筹资款项用于：

1. 约 60.0%或 39.91 亿港元将用于为扩展计划拨付部分资金；
2. 约 20.0%或 13.30 亿港元将用于开发及实施新技术；
3. 约 15.0%或 9.98 亿港元将部分用于偿还：（1）来自招商银行股份有限公司香港分行人民币 8.5 亿元的贷款融资；及（2）花旗银行（中国）有限公司北京分行的信贷融资 4000 万美元；
4. 约 5.0%或 3.33 亿港元将用作公司的运营资金及作一般企业用途。

图 8: 海底捞上市融资金金用途



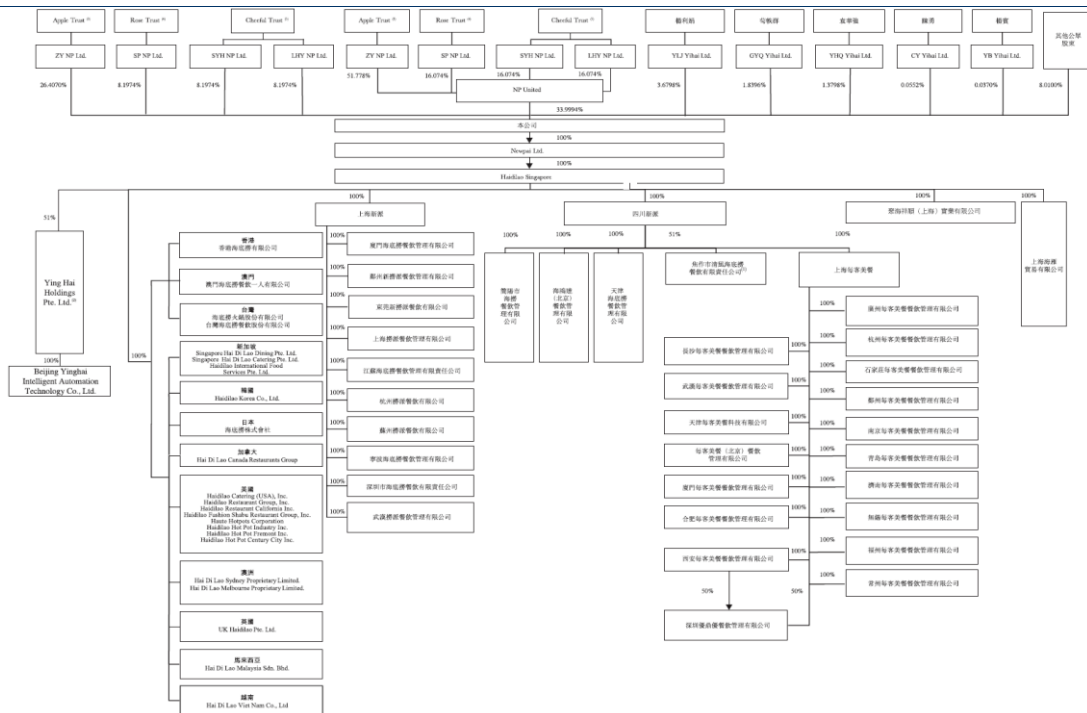
资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部

我们认为, 公司发展至今, 获得更大的资金支持以维持持续发展非常必要。快速扩店加大门店密度、增加覆盖城市, 除了门店本身的经营对公司业绩增长贡献外, 我们认为更为重要的是, 长期来看, 优质门店积累的流量对于公司的业务深入和扩展非常重要。从全球经验来看, 餐饮企业多品牌、多业态战略大概率会在其发展的某一阶段开始实施, 对于海底捞来说, 现有的基础管理架构对未来成功的横向拓展非常有价值, 有必要关注产业内整合的机会以获更加持久的成长。

张勇夫妇保持实际控制人地位

紧随全球发行完成后, 创始人张勇先生 (透过 ZY NP Ltd) 及舒女士 (透过 SP NP Ltd) 将共同拥有公司已经发行股本总额的约 57.67% 权益, 而 NP United Holding Ltd (张先生、舒女士持有该主体 67.85% 权益) 将拥有公司已经发行股本总额约 34.00% 权益, 因此发行完成后, 张先生、ZY NP Ltd、舒女士、SP NP Ltd 及 NP United Holding Ltd 将继续为公司的控股股东, 并合计拥有公司已发行股本 68.60% 权益。

图 9: 海底捞上市后股权结构



资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部

目前高瓴、景林 (Greenwoods)、摩根史丹利 (Morgan Stanley)、Snow Lake Fund、Ward Ferry 五家基石投资者已同意在有条件限制下按发售价认购总额为 3.75 亿美元 (或 29.43 亿港元) 可购买的该等数目发售股份。根据 14.8-17.8 港元的发行价格计算, 若本次发售成功, 这五家基石投资者将购得海底捞 1.65-1.99 亿股股份, 占本次发行的 39.0%-46.8%, 占公司总股本的 3.1%-3.8%。

本次五家知名投资机构参与海底捞的基石配售, 体现了市场对公司基本面和发展前景的肯定, 有助于为海底捞的成功上市发行增加市场信心。

图 10: 海底捞基石投资者认购情况

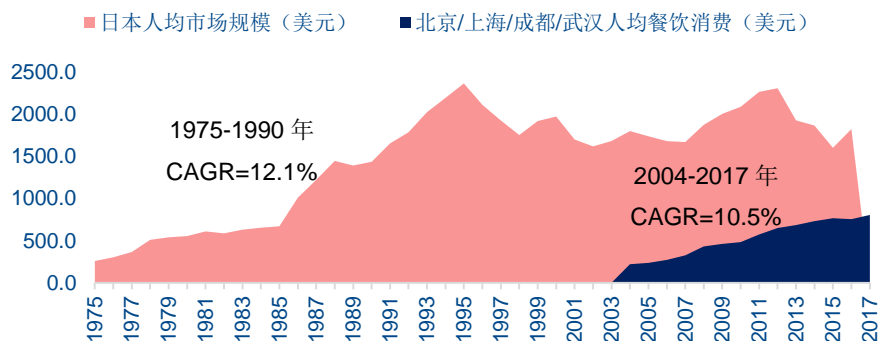
基石投资者	总投资额	假设最终发售价为每股股份 14.8 港元 (即指示性发售价范围下限)				假设最终发售价为每股股份 16.3 港元 (即指示性发售价范围中位数)				假设最终发售价为每股股份 17.8 港元 (即指示性发售价范围上限)						
		将予收购发售股份数目	占发售股份的概约百分比	假设超额配股权未获行使		假设超额配股权获悉数行使		将予收购发售股份数目	占发售股份的概约百分比	假设超额配股权未获行使		假设超额配股权获悉数行使		将予收购发售股份数目	占发售股份的概约百分比	
				占拥有权的概约百分比	占发售股份的概约百分比	占拥有权的概约百分比	占发售股份的概约百分比			占拥有权的概约百分比	占发售股份的概约百分比	占拥有权的概约百分比	占发售股份的概约百分比			
高瓴基金	9000 万美元 7.06 亿港元	0.48	11.2%	0.9%	9.8%	0.9%	0.43	10.2%	0.8%	8.9%	0.8%	0.40	9.4%	0.8%	8.1%	0.7%
Greenwoods	9000 万美元 7.06 亿港元	0.48	11.2%	0.9%	9.8%	0.9%	0.43	10.2%	0.8%	8.9%	0.8%	0.40	9.4%	0.8%	8.1%	0.7%
MSAL 及 MSIMinc	8000 万美元 6.28 亿港元	0.42	10.0%	0.8%	8.7%	0.8%	0.39	9.1%	0.7%	7.9%	0.7%	0.35	8.3%	0.7%	7.2%	0.7%
Snow Lake Funds	8000 万美元 6.28 亿港元	0.42	10.0%	0.8%	8.7%	0.8%	0.39	9.1%	0.7%	7.9%	0.7%	0.35	8.3%	0.7%	7.2%	0.7%
WF Asian Smaller Companies	3500 万美元 2.75 亿港元	0.19	4.4%	0.4%	3.8%	0.4%	0.17	4.0%	0.3%	3.5%	0.3%	0.15	3.6%	0.3%	3.2%	0.3%

资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部

火锅是中式餐饮最佳赛道

“民以食为天”，餐饮消费持续增长

经济增长、居民收入提升是餐饮消费保持持续的根本动力, 而城市化率提升、人口聚集效应形成, 将带动外出就餐需求增长, 对餐饮消费具有显著拉动作用。从美国、日本的历史数据可见, 人均 GDP 介于 5000 美元至 10000 美元是餐饮行业黄金发展期, 宏观经济稳步增长, 人均收入持续增加等因素驱动下, 美国和日本餐饮市场规模分别达到 10.9% 和 10.6% 的复合增长 (高于同期 GDP 增速)。人均 GDP 高于 10000 美元后餐饮业步入成熟期, 行业复合增速保持在 5% 左右。对比中国当前的经济发展周期, 餐饮消费总量将保持长期持续的稳健增长。

图 11: 我国一二线核心城市餐饮发展水平与日本 80 年代极为相似


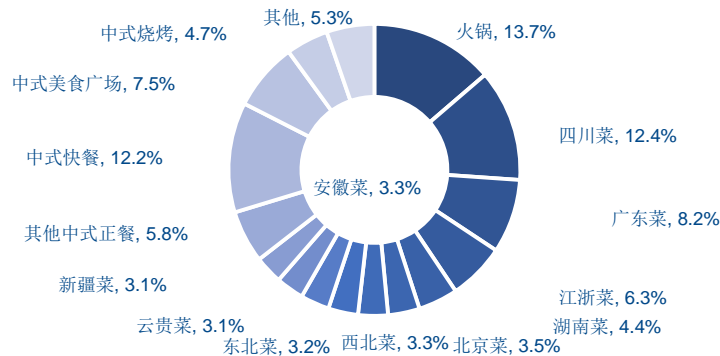
资料来源: wind, 中信证券研究部

基于弗若斯特·沙利文的分析, 中国餐饮服务市场划分为中式餐饮、西式餐饮和其他餐饮, 其中中式餐饮是最大组成部分, 2017 年市场份额达到 80.5%。中式餐饮行业总收入从

2013 年的 2.18 万亿增长至 2017 年的 3.19 万亿 (CAGR 9.9%)，弗若斯特·沙利文预计中式餐饮收入将在 2022 年达到 4.89 万亿元 (2017-2022 年 CAGR 8.9%)。

中式餐饮进一步可以分为中式正餐 (如火锅、四川菜和粤菜) 以及其余 (如中式烧烤和街头食品)。在所有中式菜品中，火锅市场占有率最大，按照 2017 年收入计算，火锅市场份额为 13.7%。

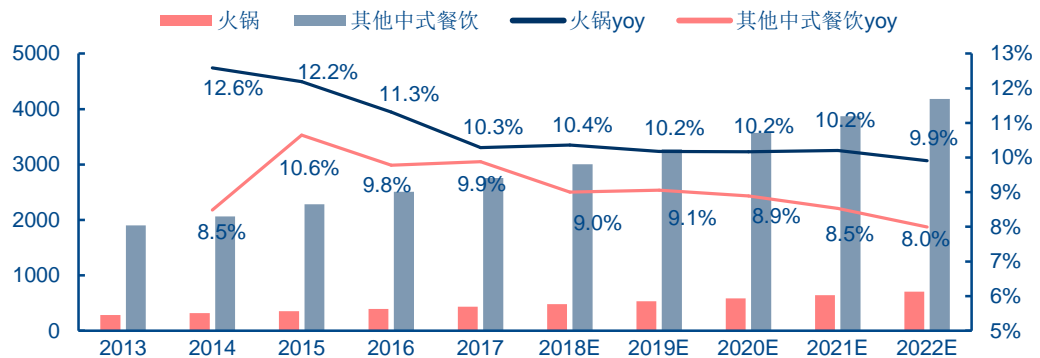
图 12: 中国餐饮行业各菜式市场份额 (2017 年收入计算)



资料来源: 弗若斯特·沙利文分析, 中信证券研究部

从收入增速来看，火锅的增长同样强于其他中式餐饮。火锅行业收入从 2013 年 2813 亿元增加至 2017 年 4362 亿元 (CAGR 11.6% vs 其他中式餐饮 9.7%)，预计将于 2022 年达到 7077 亿元 (2017-2022 CAGR 10.2% vs 其他中式餐饮 8.7%)。火锅餐厅的数量 2013 年 40.6 万家、2017 年 60.1 万家 (2013-2017 年 CAGR 10.3%)，预计 2020 年 89.6 万家 (2017-2020 年 CAGR 14.2%)。

图 13: 火锅 vs 其他中式餐饮收入及增速 (单位: 十亿元)



资料来源: 弗若斯特·沙利文分析, 中信证券研究部

火锅存在规模化发展的基础

由于中餐食材可选多、地域差异大，中式正餐是最难以标准化的餐饮领域，但火锅因其独特特征规模化相对容易。

表 5: 中餐与火锅对比

	中国餐饮痛点	火锅行业优势
规模效应	差 菜品难以标准化，中式餐饮对厨师要求高，人才发展周期长。同时，在消费端需要精力与时间培养消费者的口味习惯。	强 菜品标准化、易于推广且出菜质量保证，供应链管理难度低。在消费端无需特意培养消费习惯，可接受度广，无地域限制。
成本开支	高 传统中餐餐厨比低，顾客用餐时间长，翻	较低 火锅餐厨比高，顾客点菜后可以迅速上菜，且火锅

	中国餐饮痛点	火锅行业优势
	台率低, 饭点外客流稀疏。	的文化使食客可以接受任何时间用餐。
品牌粘性	较差 中餐品牌粘性较差, 竞争较为激烈, 差异化程度不足。	较强 火锅具有上瘾性, 消费频次稳定, 企业只需建立自己的特色, 即可拥有稳定客源。此外, 火锅的社交属性使其吃饭聚餐、好友相聚的首选地点。

资料来源: 中信证券研究部

火锅口味东西南北接受度高, 且具备一定的成瘾性消费特征。火锅业态生产加工环节少、底料和调料可统一配置、供应链管理难度相对较低, 因此相对其他的中餐形式更易标准化和快速复制。从经营效益来看, 火锅门店面积适中 (200-1000m²), 菜品样式简单, 上菜速度快, 坪效和翻台率均高于正餐 (中式正餐的翻台率平均 1.5-2.5, 普通火锅店 3-5, 快餐 7 以上)。由于火锅的特性, 公司不需要设立大面积的后厨用于炒菜切配, 以呷哺呷哺为例, 餐厨比达到 4:1, 而普通餐厅普遍约 2:1。不仅如此, 后厨也可以提前准备火锅食材、底料等, 实现点餐快、出餐快、用餐快、买单快的运营模式。此外, 火锅还具有夜宵属性, 一部分海底捞火锅为 24 小时营业、多数凑凑火锅营业至凌晨 2 点, 这大大提高了火锅店的坪效。2017 年火锅行业平均毛利率约 49.55%, 净利润率约 11.76% (VS 正餐约 6.75%)。

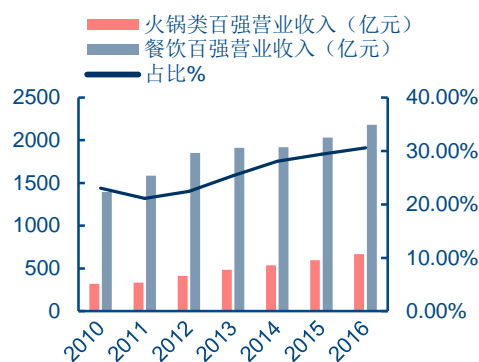
表 6: 不同类型餐饮业态参数对比

餐饮类别	正餐	火锅	快餐
2017 年营收增速	11.29%	24.72%	6.03%
坪效	1.02 万元	2.63 万元	2.51 万元
单个餐位营收	6.21 万元	4.90 万元	3.43 万元
人均劳效	23.47 万元	23.32 万元	18.11 万元
毛利率	55.96%	49.55%	50.89%
YoY	1.82%	5.41%	2.26%
净利率	6.75%	11.76%	6.92%
YoY%	10.75%	2.25%	5.50%

资料来源: 2018 中国餐饮业年度报告 (中国饭店业协会), 中信证券研究部

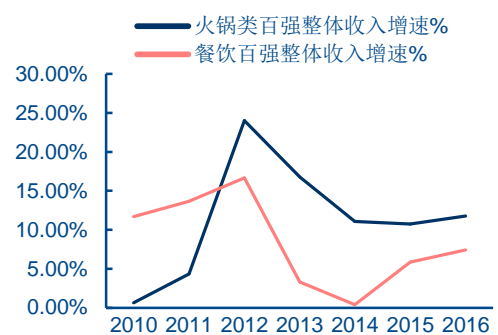
2010 至 2016 年, 火锅类百强企业占餐饮百强企业份额由 23.0% 提升至 30.6%, 市场份额逐渐向大品牌倾斜。餐饮行业整体步入“寒冬期”后, 火锅作为大众餐饮重要业态, 仍保持了较高的增长速度。火锅类百强企业收入增速始终领先餐饮百强企业 5pcts +。

图 14: 火锅类占餐饮百强比重逐年提升



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

图 15: 火锅类百强与餐饮百强收入增速对比



资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

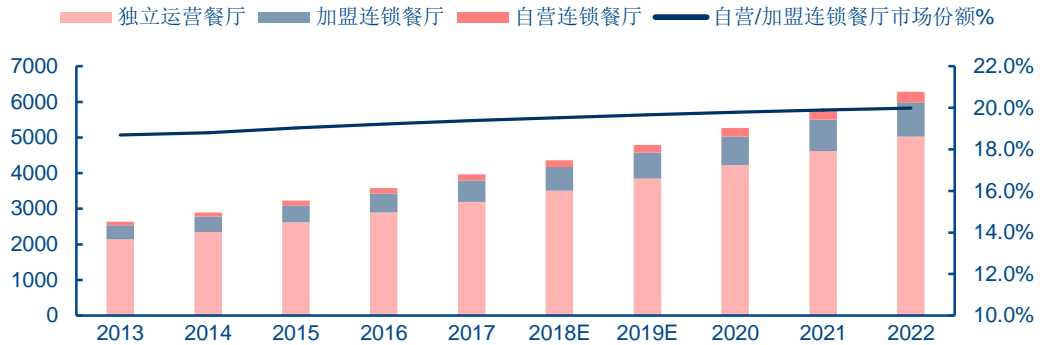
三四线城市存在更大的整合空间

格局分散、品牌认知趋于提升

中国餐饮市场整体都非常分散, 由独立运营的餐厅主导。基于弗若斯特·沙利文分析, 2017 年中国餐饮市场的连锁化餐厅收入占市场总收入的比重仅为约 20%, 其中前五大经营

者仅占总市场份额的 0.8%（海底捞排名第一，市占率 0.3%）。与中式餐饮整体情况类似，火锅市场也较为分散，2017 年中国火锅餐厅市场前 5 大经营者仅占市场份额的 5.5%（海底捞排名第一，市占率 2.2%）。

图 16：中国餐饮市场按运营主体划分的收入及连锁餐厅市场份额（单位：十亿元）



资料来源：弗若斯特·沙利文分析，中信证券研究部

根据赢商大数据统计，全国 28 个重点城市商业面积 5 万 m² 以上购物中心共有火锅门店约 2350 家，其中门店超 10 家的连锁品牌仅有海底捞、呷哺呷哺、东来顺等 16 家企业，实现跨区域连锁的火锅品牌并不多，火锅业态的集中度也是非常低。其中川渝火锅人均消费价格区间 75-120 元，特色风味火锅 60-120 元，粤式火锅 90-200 元，快速休闲火锅 50-120 元。

表 7：购物中心（商业面积 5 万 m² 及以上）门店数超过 10 家的火锅品牌

品牌名称	业态	人均消费（元）	重点拓展区域
东来顺	特色风味火锅	80-120	华东/华北/东北一二三线城市
重庆小天鹅	川渝火锅	80-90	全国
海底捞	川渝火锅	100-120	全国
呷哺呷哺	快速休闲火锅	50-60	华北/华东/西南一二三线城市
德庄火锅	川渝火锅	75-100	华东/华南
香天下	川渝火锅	120-150	成都/苏州等二线城市
新辣道鱼火锅	川渝火锅	90	华东/华北/西北
豆捞坊	特色风味火锅	100	一二线城市
井格老灶火锅	川渝火锅	80-100	一二三线城市
千味粥	快速休闲火锅	80-120	一线城市
捞王锅物料理	粤式火锅	90-110	华东一二线城市
滇草香	特色风味火锅	70-80	华北一二线城市
虾吃虾涮	特色风味火锅	70-90	二三线城市
鱼满塘	特色风味火锅	60-80	华南/华中
小辉哥火锅	粤式火锅	150-200	华东一二线城市
左庭右院	粤式火锅	110-130	华东/华北二线城市

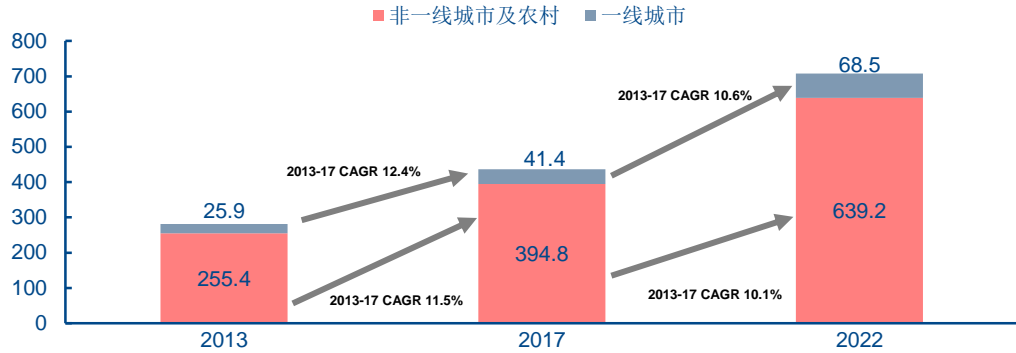
资料来源：赢商网，中信证券研究部

一二线城市存量整合，三四线城市持续下沉

分城市等级来看，一线城市居民对于用餐需求继续增加，尤其是偏好优质食品且氛围良好的餐厅。预计 2017-2022 年其总体火锅餐厅收入将维持 10.6% 的 CAGR，并于 2022 年达到 685 亿的规模。

非一线地区的火锅餐厅收入虽然历史增速略低于一线城市（2013-2017 年 CAGR 11.5% vs 12.4%），但非一线城市及农村的火锅餐厅市场规模占比 2017 年达到 90.5%，我们认为该市场存在更多的单体运营的火锅餐厅，随着非一线城市及农村地区收入水平的提升和城镇化，我们认为在服务、质量、氛围等方面更具优势的火锅品牌将望获取更大的市场份额。

图 17: 火锅餐厅市场在一线城市及非一线/农村地区的收入及增速 (单位: 十亿元)



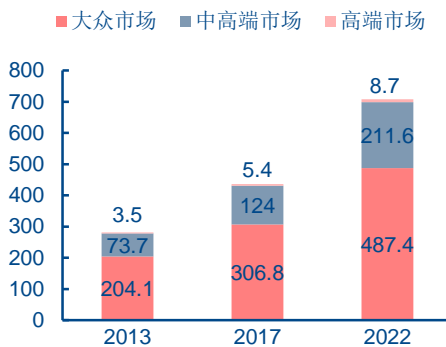
资料来源: 弗若斯特·沙利文分析, 中信证券研究部

中高端增长最快, 年轻人主导

按人均消费划分, 2013-2017 年人均消费在 60 至 200 元之间的中高端火锅餐厅市场增长速度最快, 在此区间的复合增长率为 13.9%, 高于高端市场的 11.4% 和大众市场的 10.7%。城市化和居民的消费升级是推动中高端火锅市场增长的主要驱动力。

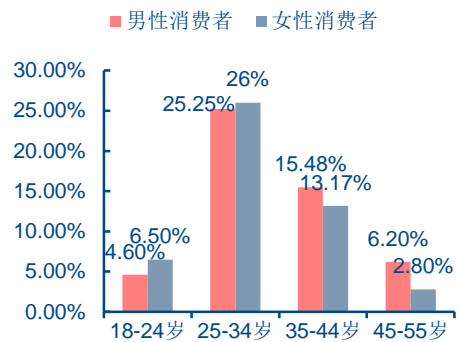
从火锅消费的年龄段来看, 25-34 岁年龄阶段的人群, 最喜欢外出食用火锅, 占火锅总营业额的 51.25%, 其次是 35-44 岁年龄阶段的人群 (占比 28.65%)。

图 18: 各等级火锅市场收入规模增长 (单位: 十亿元)



资料来源: 弗若斯特·沙利文分析, 中信证券研究部

图 19: 火锅顾客年轻化程度较高



资料来源: 辰智餐饮数据库, 中信证券研究部

表 8: 火锅餐厅市场不同档次市场的增长趋势

	每位食客平均消费	2013-2017 年 CAGR	2017-2022 年 CAGR
高端市场	人民币 200 元以上	11.40%	10%
中高端市场	人民币 60 元至 200 元	13.90%	11.30%
大众市场	人民币 60 元以下	10.70%	9.70%

资料来源: 弗若斯特·沙利文分析, 中信证券研究部

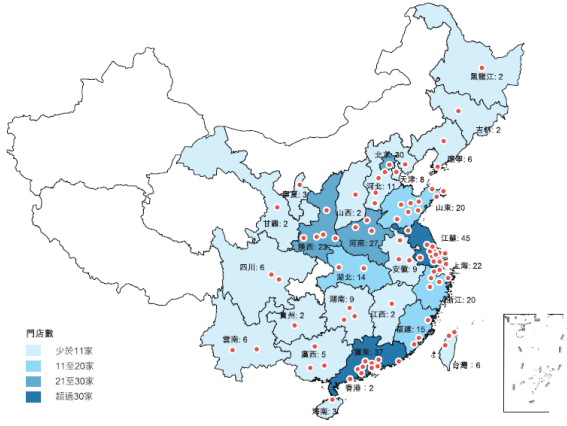
自下而上实现优质的规模化扩张

门店扩张加速, 低线城市是重心

门店扩张是餐饮企业实现增长的关键要素。海底捞 1994 年在四川简阳开设第一家餐厅, 发展至 2018 年中期, 全球门店已合计 341 家, 其中中国大陆地区已逐步扩展到 26 个省份,

覆盖了中国内地所有一线城市和绝大部分二线城市；中国大陆以外地区已经进入中国台湾、中国香港市场，并在新加坡、韩国、日本及美国等国家开发餐厅。

图 20: 海底捞中国境内餐厅网络



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

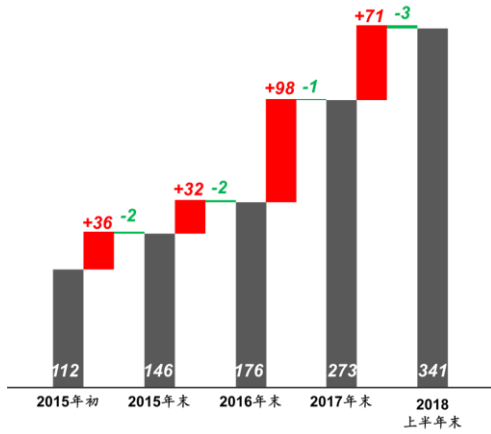
图 21: 呷哺呷哺中国境内餐厅网络



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

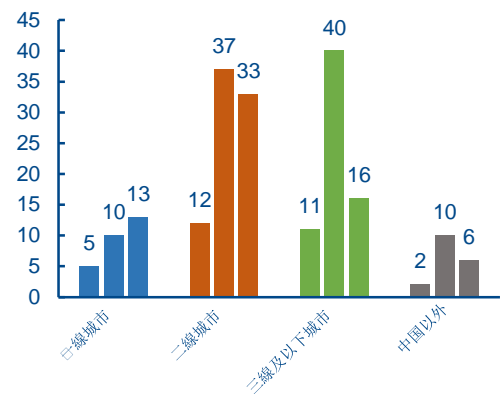
从开店速度来看,海底捞门店网络已从 2015 年初 112 家扩展至 2018 年中期的 341 家,其中 2015/2016/2017/2018H 分别新开门店 36/32/98/71 家、关店 2/2/1/3 家,净开 34/30/97/68 家。分区域来看,2016-2018H 公司在一线/二线/三线及以下城市/中国以外地区分别净开门店 28/82/67/18 家,由此可见新增门店集中于二线和三线及以下城市,一线城市的扩张速度相对平稳。

图 22: 海底捞 2015-2018H 开店情况 (家)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

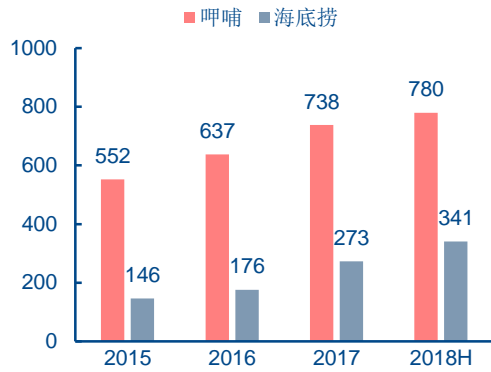
图 23: 海底捞 2016-2018H 分类净开店数量 (家)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

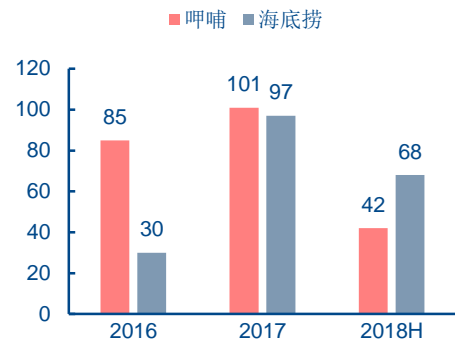
以上数据可以看出,公司门店扩张从 2017 年以来明显提速,由 2015-2016 年每年开店 30 家左右的速度提升到 2017 年开店 98 家,而 2018 年公司计划开店 180-220 家,若顺利实现将使公司的门店总数在 2018 年实现翻倍。我们认为公司门店扩张显著提速主要得益于公司于 2016 年中期重组内部结构以带动自下而上的项目选定过程。而这也是未来海底捞门店扩张能够维持高速的关键。

图 24: 海底捞 vs 呷哺呷哺门店数量 (家)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 25: 海底捞 vs 呷哺呷哺净开门店数量 (家)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

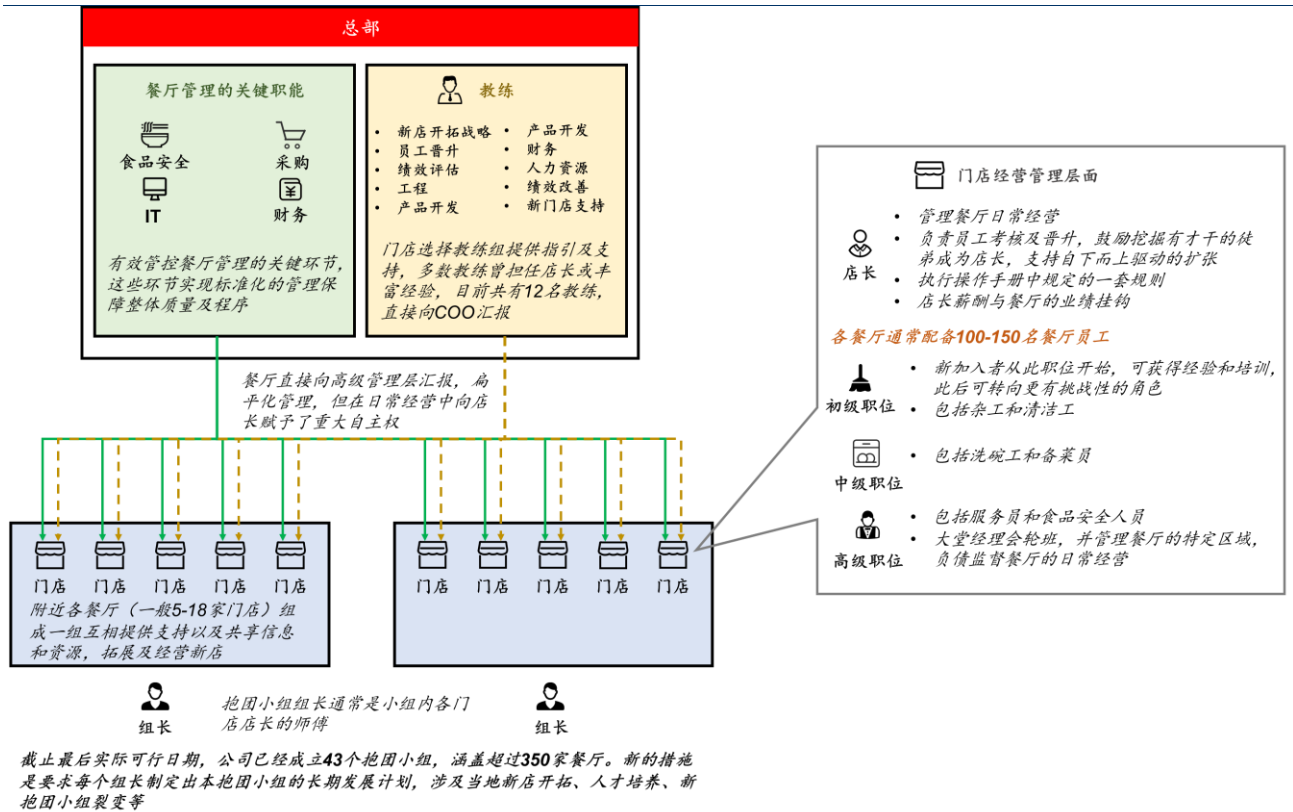
扁平+自下而上驱动的组织结构是快速扩张的基础

公司的所有门店均为直营租赁门店, 而经过多年的发展公司形成了一套独特的管理模式能够结合传统特许经营模式和自营模式的优点, 实现标准化和灵活性之间以及管控与自主之间的平衡。公司于 2016 年中期重组内部组织架构后, 形成了仅有三个层次的管理架构, 分别是**总部**(总部管理职能+教练)、**抱团小组**、**餐厅**, 其核心理念在于“连住利益、锁住管理”。我们认为以上的组织架构, 在以下三个方面保障了海底捞高质量的快速扩张。

锁住管理: 提升效率, 加强关键环节的管控

公司的三层扁平化组织架构能够显著提升整体经营效率: 1. 门店店长对于公司的经营管理具有较高的自主权(如员工聘用、解约、晋升、折扣、个性化服务等), 加之其薪酬与餐厅的业绩挂钩, 能够激励其确保餐厅的品质, 且能够最大程度发挥门店管理人员和员工的主动性和创造力; 2. 同一区域内的餐厅形成抱团小组, 能够互相支持, 共享信息和资源, 实现一定程度的自我管理, 提升整体管理效率和透明度, 减轻总部的日常管理压力; 3. 总部在此架构下能够更加专注于管控餐厅管理的关键环节, 如食品安全、供应商选择和管理、财务、教练等, 总部对于这些关键环节的把控能够与门店层面的自主性相结合, 实现高质量的快速扩张, 并控制了经营风险。

图 26：海底捞管理组织架构

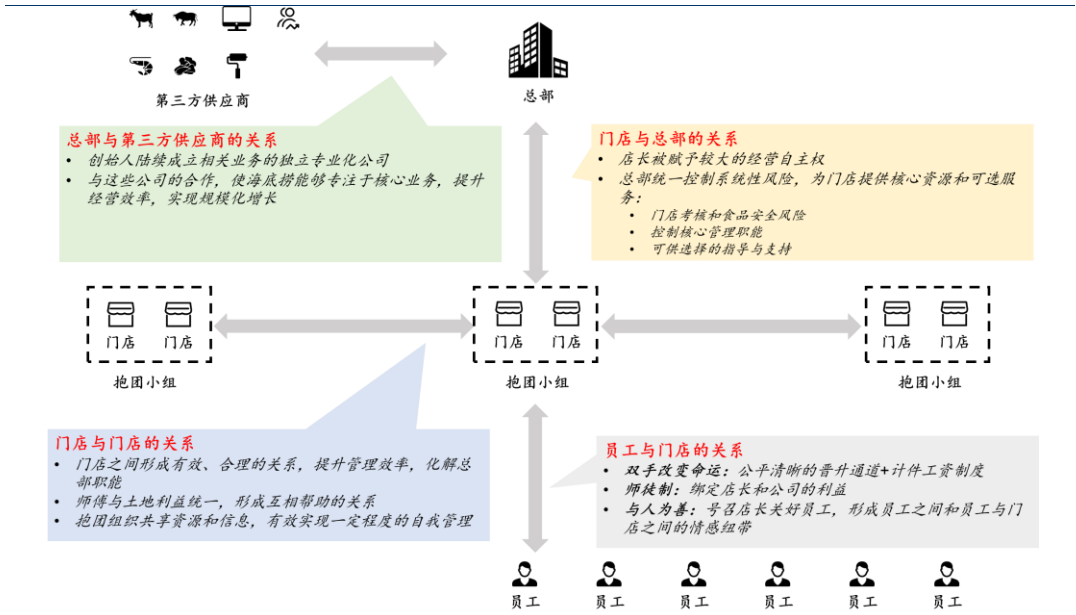


资料来源：公司公告，中信证券研究部

连住利益：利益绑定形成各主体间的良性互动

总部严格把控关键环节后，公司在日常经营管理层面赋予了门店较高的自主权，而门店经营质量的保证除了来自于标准化操作手册等管理规则外，更重要的是来自于员工和公司利益的绑定。其中对于基层员工而言，公司给予其公平清晰的晋升通道和计件工资制度，能够调动员工的积极性，而员工一旦晋升为店长，则有机会能够享有门店的业绩提成。对于店长而言，其激励一方面能够来自于门店的业绩提成，更重要的是在师徒制下，店长能够通过提交新餐厅提案，及从徒弟、徒孙管理的门店业绩中分成，不仅进一步提升其个人薪酬弹性，还形成了海底捞各门店之间互助共享的关系。

图 27: 海底捞开店流程

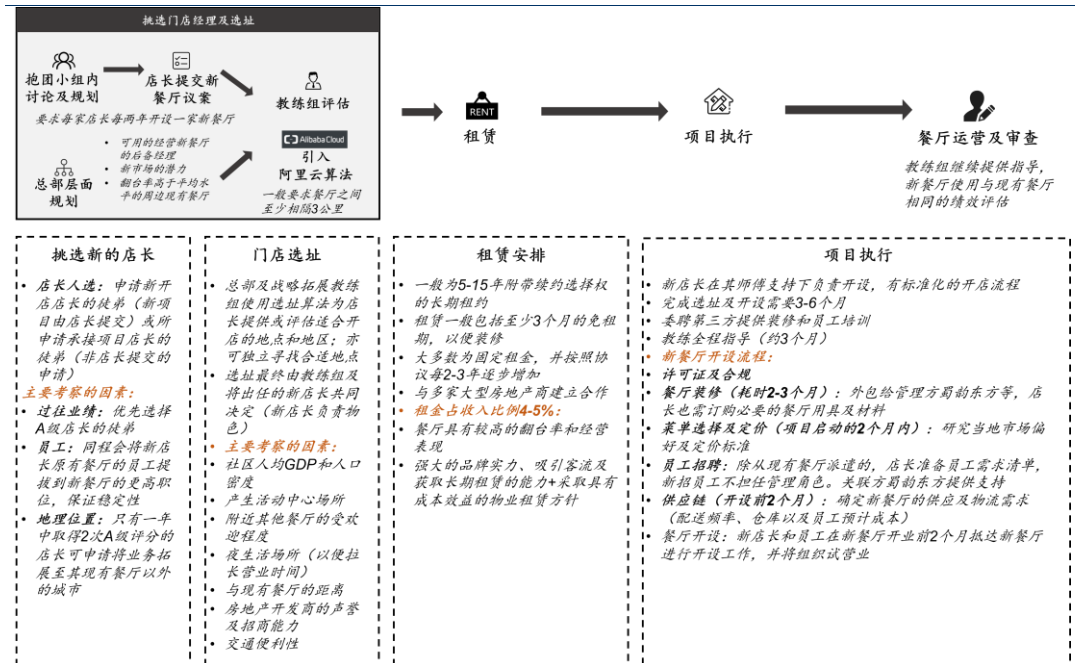


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

以师徒制为核心的裂变性扩张

自 2016 年中期重组管理体系以来, 公司鼓励自下而上的增长, 在这种模式下, 由店长向总部提交新餐厅提案, 且将店长的财务利益与其培养新店长及开设的新餐厅的能力挂钩。

图 28: 海底捞开店流程



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

我们认为这一扩张模式的优势在于:

1. 充分利用店长对于当地市场的洞见和资源。通过自下而上扩张的模式调动起店长的积极性, 将能够充分利用店长深耕当地市场所积累经验和理解, 选取最适合开设新

餐厅的物业，同时结合总部、教练的指导和阿里云算法，公司能够高效的选定优质物业。公司要求店长每两年开设一家新餐厅，在 2017 年及 2018 年上半年新开业的 98 家和 71 家新餐厅中，分别 58 家和 34 家由现有店长建议开设。截止 2018 年 9 月 3 日公司已收到 493 份来自于现有店长的开店申请，其中 175 家新店已经签约但未开业，大部分由店长提出申请。

2. **师徒制能够保障充足的后备店长储备。**由于店长能够从其推荐的店长（往往是其徒弟）所经营的新门店业绩中获得分成（从徒弟、徒孙门店的利润提成比例高于自己管理门店），因此师傅和徒弟的利益高度统一，现有店长有动力以公平公正的原则尽可能多的培养出能力和品行都合格的后备店长，并带领其开拓新门店。在总部层面，公司结合师徒制建立起领导层培训计划（即海底捞大学计划），致力于发现、培训和培养有潜力成为大堂经理/店长的高潜力员工。

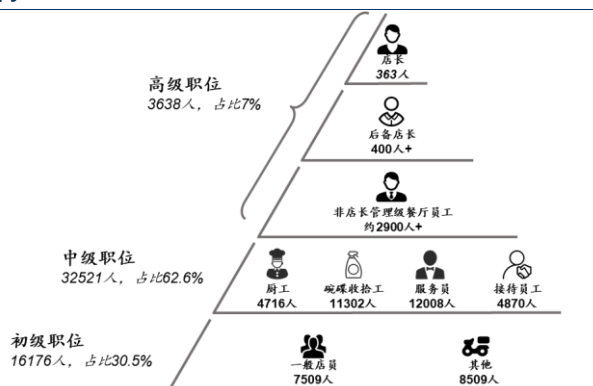
图 29：海底捞员工晋升轨迹（领导层培训计划）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

在这一机制下，截止 2018 年 9 月 3 日，公司的候选人库中已经积累约 400 名后备店长，成为公司持续扩张的重要基础。

图 30：海底捞员工结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

“五年千店” 具备发展空间

根据海底捞的门店扩张计划，其在国内的主要策略是：

1. **提升餐厅密度：**公司认为其已经布局的北京、上海、西安等一二线城市仍然具有增加餐厅密度和巩固市场地位的潜力。因此将集中精力在翻台率较高或顾客等位时间较长的现有餐厅周边商业区增加新店，将客流引导至附近新店并改善顾客体验。
2. **扩大餐厅覆盖地区：**伴随中国城镇化和消费水平的升级，三线及以下城市存在火锅餐饮业务机遇，公司将根据现有餐厅的表现扩大临近地区的覆盖范围和探索新地区开设餐厅。

根据海底捞所制定的扩张计划，我们对海底捞中期的门店扩张空间进行测算。测算的基础是全国 338 个地级以上城市，并根据《第一财经》的分类方法将其分为 1-5 线城市，具体测算方法是：

1. **在一至三线城市中：**我们认为海底捞将进一步提升门店密度。在这些城市中，我们以单门店所覆盖人口数量为基础进行测算。首先我们选取北京市作为基准，海底捞于 2004 年进入北京市场，目前门店数量达到 31 家，我们认为可以将北京市场看作海底捞渗透相对成熟的城市，以北京市场的每间门店所覆盖城市人口（北京市总常住人口/海底捞门店数）来测算其他城市的门店数量。同时，我们考虑了其他城市与北京在经济发展水平上的差距，并引入其他城市人均 GDP 除以北京市人均 GDP 的结果作为调整指标。若设其他城市为城市 A，最终公式为：

$$\text{城市A开店空间} = \frac{\text{城市A常住人口总数}}{\text{北京市常住人口总数} / \text{北京市海底捞门店数量}} \times \frac{\text{城市A人均GDP}}{\text{北京市人均GDP}}$$

根据以上公式，按照北京的开店密度并综合考虑各地经济发展水平和北京的差距，一至三线城市共可开店 644 家。

2. **三线以下城市中：**我们参考麦当劳的开店情况进行测算。首先，我们选取所有已经开设麦当劳餐厅的低线城市，并计算其人均 GDP，得出所有已经开设麦当劳门店的三线以下城市中人均 GDP 的最低水平为 6.44 万元/年；然后，我们假设所有达到人均 GDP6.44 万元/年的低线城市至少能够开设一家海底捞餐厅。根据以上方法，我们计算得出三线以下城市一共可以开设 219 家海底捞餐厅。

综上，我们认为保守测算海底捞中短期的开店空间能够超过 800 家餐厅，足以支撑其未来 2-3 年的快速扩张。此外，我们的开店空间测算标准较高，而随着中国城市化进程和消费升级的趋势，开店空间有望进一步打开，如麦当劳 2017 年提出将在未来五年内新开 2000 家门店。

由内而外提升门店服务体验

就餐体验是核心，服务、产品为关键

激发员工自主性+清晰的激励机制保证服务水准

根据沙利文的报告，从服务态度而言，海底捞是中国中餐品牌中排名第一，其良好的服务质量是塑造海底捞独特就餐体验的重要因素。我们认为海底捞能够提供业界领先的服务体验是因为：

第一，从理念上充分发挥员工的创造性：公司认为门店服务人员在实际与客户打交道中能够发掘并满足顾客需求，通过发挥餐厅员工的创造性能够为顾客提供真诚的关注、个性化

体验、舒适度以及就餐乐趣。因此公司在服务上并没有规定服务员服务步骤的固定模式，而是鼓励服务员判断如何为顾客提供最佳服务。

图 31: 海底捞创意服务案例：
一个人的火锅不寂寞



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 32: 海底捞创意服务案例：
为幼儿顾客提供婴儿床服务



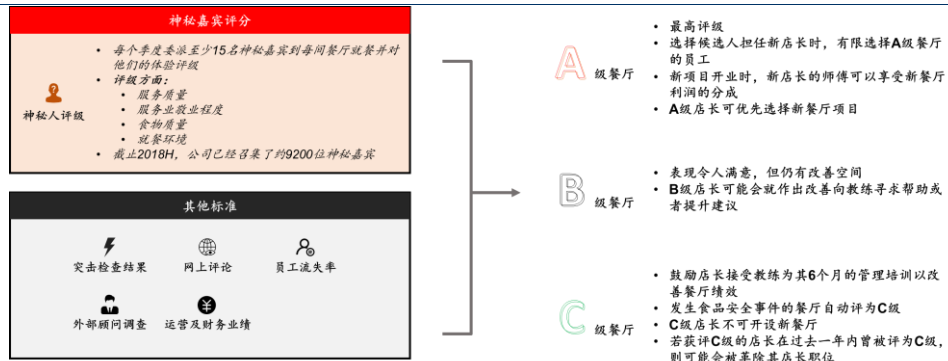
资料来源：公司公告，中信证券研究部

第二，机制上服务品质在绩效考核中占比高，公司给予餐厅员工较高程度的自由度，服务员可以合理酌情给予客户折扣、免费菜品甚至免单。此外，公司将顾客满意度为评估店长的主要标准。

对店长：公司根据餐厅的服务品质对店长进行评估，评估结果决定其餐厅的内部排名及其徒弟是否会被选中管理其他餐厅，这将包含对店长富有弹性的财务激励。

对员工：店长负责对员工进行绩效评估和晋升为提升效率，我们认为店长本人的考核标准将会是其对服务质量的关注传递给基层员工，此外对于与顾客接触的员工（如服务员），公司主要根据计件薪酬制度向员工支付薪酬，从而提升整体效率。

图 33: 海底捞门店（店长）考评机制



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 34: 海底捞门店员工考评和激励机制

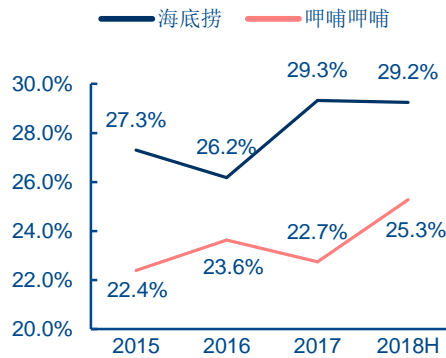
	考核	薪酬
店长	<ul style="list-style-type: none"> 店长按照其餐厅的评级进行评估，并将其绩效评估预期餐厅的表现直接挂钩 于店长大会宣布A级和C级店长名单 	<ul style="list-style-type: none"> 选项A：其管理餐厅利润的2.8% 选项B： <ul style="list-style-type: none"> 管理餐厅的0.4%+徒弟餐厅利润的2.8~3.1%+徒弟餐厅利润的1.5%
餐厅员工	<ul style="list-style-type: none"> 店长负责对员工进行绩效评估及晋升 与客户接触的员工（如服务员），也根据服务质量及顾客反馈评价其表现 	<ul style="list-style-type: none"> 向员工提供具有竞争力的薪酬方案 员工薪酬与工作量密切相关，已经制定并实施计件薪酬制度 工作量包括：服务的客人数量、清洗的餐具数量以及送达的菜品数量

资料来源：公司公告，中信证券研究部

根据沙利文的报告，海底捞的员工在中国所有中式餐饮企业中享有业内领先的薪酬，82.9%的访谈员工对薪酬方案感到满意，除此以外公司也在其他方面给予员工福利，例如为员工子女提供教育辅助并探访员工的父母。2015-2018H 海底捞员工成本占收入比例为 27.4%/26.2%/29.3%/29.2%，高于同期呷哺呷哺的比例 22.4%/23.6%/25.3%。

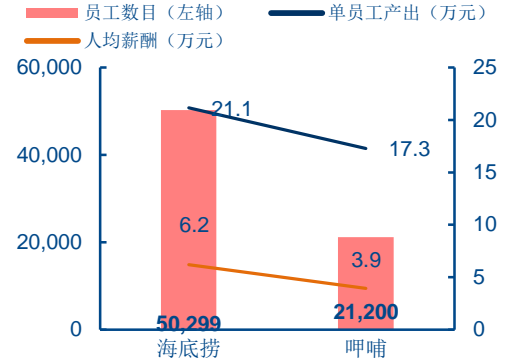
截止 2018 年 5 月 8 日，海底捞员工共 50299 人，按照 2017 年的收入和人工成本计算，海底捞人均成本为 6.2 万元，人均产出达到 21.1 万元，而同期呷哺呷哺员工总数为 21200 人，人均成本为 3.9 万元，人均产出达到 17.3 万元。

图 35: 海底捞 vs 呷哺呷哺员工成本占收入比例



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 36: 海底捞 vs 呷哺呷哺员工效率比较(2018H)

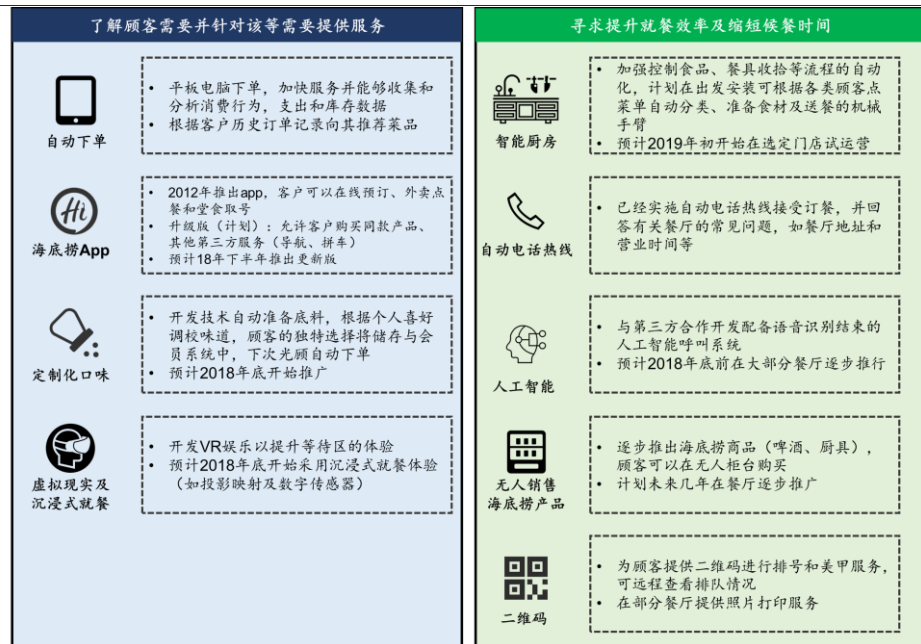


资料来源：公司公告，中信证券研究部

技术手段+会员体系增强用户粘性

除了通过激励机制和管理理念保证前台员工提供最为优质的服务外，公司也一直致力于使用新技术改善用餐体验。海底捞是中国首批引入平板电脑的餐厅之一，这使得客户能够更快、更准确的下单，并借助该自动化下单系统了解会员下单喜好。未来海底捞主要在两个方面通过技术手段来改善就餐体验：1. 通过技术手段了解客户需要并针对该等需要提供服务；2. 提升就餐效率及缩短等候时间，以提升顾客满意度。

图 37: 海底捞通过技术手段提升用餐体验



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司建立会员制度，通过订餐系统，门店可在会员每次订餐前获得顾客的个人资料并显示其用餐及历史订单偏好，海底捞可以通过分析这些消费行为数据来提升顾客体验。同时，会员根据其不同的消费标准可获得相应的折扣。目前海底捞共有约 3210 万名会员。根据沙利文调查，68.3%曾在海底捞就餐过的参与调查者至少每月在海底捞用餐一次，而 98.2%曾在海底捞就餐过的参与调查者表示愿意再次就餐。除会员制度外，海底捞通常不会在所有餐厅范围进行促销活动或给予折扣。

内外兼修，产品持续优化升级

海底捞不断开发新的菜品、锅底和小料，并根据不同的口味偏好使菜单个性化以提升顾客的就餐体验，同时高度重视食品安全，在门店层面和总部采购层面都制定了严格的食品安全管控措施。海底捞的火锅菜单主要包括锅底、酱汁蘸料以及烹饪食材。在锅底选择上海底捞有五大招牌锅底：牛油麻辣锅底、清油麻辣锅底、西红柿锅底、菌汤锅底及三鲜锅底。顾客可以点单锅、鸳鸯或四宫格锅底组合。此外，海底捞会按照地方口味改良多个主要地区的锅底。另外，锅底的口味及配料亦可按照个人喜好作出调整。此外，海底捞会根据市场偏好不时提供季节性及区域性的锅底。

海底捞餐厅店长从总部存置食材清单上约 400 种食材中挑选餐厅菜单供应的食材。一般而言，每家餐厅提供八大类别中的 60 -80 种食材，即招牌菜、海鲜、经典火锅菜（如羊肉片）、丸滑、叶菜类、根茎菜类及菌类、小吃、酒和饮品。在门店层面，海底捞每家餐厅的菜单会因地区的食物偏好和餐厅面积而有所不同，此外公司会定期更新菜单及推出新菜品。我们认为根据不同地区口味调整菜品有助于海底捞在全国不同区域的扩张。

海底捞的产品开发主要包括两个层面：

内部：海底捞总部产品开发部由七位产品经理组成，专注寻求更优质原料，并开发对食材进行加工处理的新方法。为了根据当地口味偏好定制口味，海底捞产品开发部专注开发区域性及季节性新菜品。除食材外，公司寻求与颐海集团共同开发新的火锅底料、小料台的酱汁及新饮料，如最近推出的海底捞啤酒。

开放式选择：除产品开发部的中央化创新外，海底捞还通过公开选择的方式开发创新产品，并鼓励所有员工提出新菜品的创意。此外由于海底捞品牌广受欢迎，积累了大批粉丝。粉丝利用海底捞菜品创造新的菜式在社交平台上广为传播。海底捞已经将部分受欢迎的菜式（如近期网红的抖抖面筋球）加入其常规菜单中。

图 38：海底捞网红吃法：抖抖面筋球



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 39：海底捞网红吃法：DIY 锅底



资料来源：公司公告，中信证券研究部

标准化流程确保门店高效经营

门店面积动态调整，合理布局

海底捞的餐厅设有一个就餐大厅，且绝大多数餐厅设有用于较大型聚会的包厢。餐厅门店通常设有大型等候区，并在此区域内向顾客免费提供美甲、游戏、小吃及饮料。由于火锅的性质，海底捞无需设置大型厨房，餐厅约 75%至 80%面积为就餐区。

整体而言，受益于其受欢迎程度和高翻台率，海底捞的门店面积大于竞争对手。海底捞在中国的餐厅就餐面积一般为每家餐厅 600 至 1,000 平方米（而竞争对手的每家餐厅面积仅为 600-1000 平方米），每家餐厅可同时容纳约 300 至 500 位顾客。通常，海底捞中国餐厅可摆放约 65 至 90 个餐桌，每桌可容纳 2 至 8 人。海外餐厅的就餐面积一般为每家餐厅 375 至 750 平方米，每家餐厅可同时容纳约 200 至 500 位顾客。而其每家海外餐厅可摆放约 40 至 75 个餐桌，每桌可容纳 2 至 8 人。

在布局上，公司力求餐厅的布局设计能够优化其桌椅比例及空间使用。此外，海底捞会根据客户情况调整餐厅布局及各种规格餐桌的组合，使门店能够尽量提高座位容量及翻台率、减少等候时间并改善顾客体验。

图 40：海底捞升级门店的布局

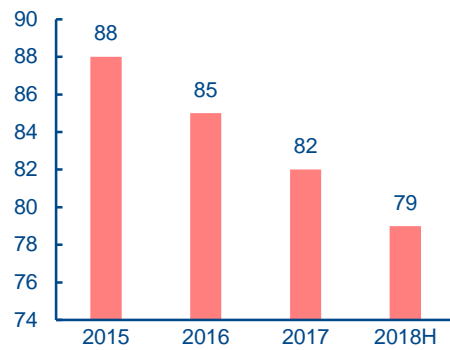


资料来源：公司公告，中信证券研究部

海底捞目前门店面积整体而言大于竞争对手的门店，但近年来，随着扩张加速，公司不断动态调整门店面积以适应新的市场。2015-2018H 公司每家餐厅平均摆放 88/85/82/79 个餐桌，经测算可知，2016-2018H 每年新开门店的平均餐桌数为 71.3/76.6/67.5 个，明显少于 2015 年门店平均餐桌数。我们认为这主要体现出公司在向低线城市下沉和一线城市进一步渗透过程中，综合考虑了门店周边的客流情况、餐饮需求等因素后对于门店规模所进行的动态调整。通过相对小型化门店的扩张能够保证门店经营的高利用率和高翻台率。

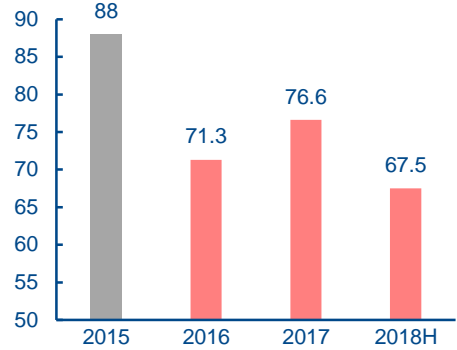
总体而言，海底捞门店的面积高于行业总体，其就餐面积一般是 600-1000 平方，能够接待更多顾客，而主要竞争对手则为每家餐厅 200-700 平方米的就餐面积。

图 41: 海底捞 2015-2018H 每间餐厅餐桌数 (个)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 42: 2016-2018H 新开门店平均餐桌数 (个)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

门店形象升级, 贴近年轻消费者

在门店风格上, 海底捞过去大部分餐厅均涉及红与黑主题, 灯光和色彩方案能够吸引顾客对火锅的关注。2016 年, 海底捞在部分餐厅采用浅绿与黄色的配色方案引入现代清新主题, 后续公司还计划继续尝试不同的设计与主题, 以改善餐厅环境。除了门店的升级外, 2017 年公司更换了原有 Logo, 以贴近年轻客群。

图 43: 海底捞红与黑主题门店



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 44: 海底捞浅绿和黄色主题门店



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 45: 海底捞升级 Logo

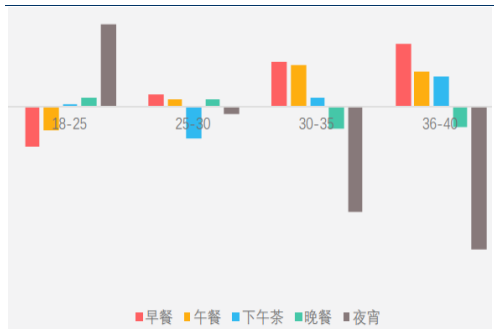


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

延长营业时间，提升非正餐时间收入

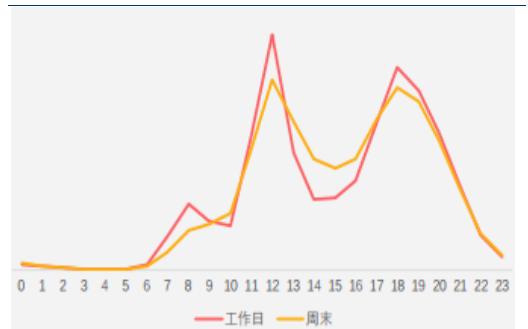
海底捞的门店营业时间较长，70%左右门店为 24 小时营业，而公司主要竞争对手的营业时间一般为每天 12 至 13 小时。维持较长的营业时间对于海底捞提升单店经营水平意义重大，也与海底捞重视年轻消费者的品牌营销以及选址中重视临近夜生活场景的策略一脉相承。下图可以看出，对于 30 岁以上的消费者，早餐和午餐在个人餐饮消费中的占比较高，而夜宵和晚餐的比例较低，但是对于年轻消费者而言宵夜的占比显著较高。而在周末期间，消费者对于用餐时间的界定则更加模糊，除了中餐、晚餐等正餐时间，下午 2-4 点的下午茶和晚上 8 点以后的宵夜整体消费占比也都不低。

图 46：不同年龄段一天不同时间段餐饮消费偏好



资料来源：口碑网，中信证券研究部

图 47：工作日 vs 周末一天不同时间段订单量分布

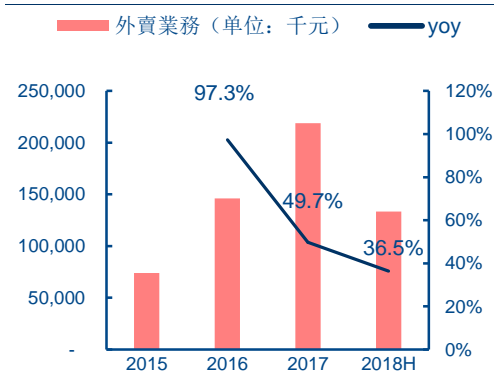


资料来源：口碑网，中信证券研究部

扩大收入来源：外卖+调味品及食材销售

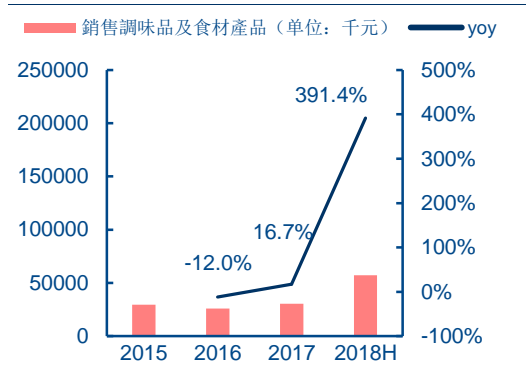
除传统的门店经营收入外，海底捞也在扩大其他收入来源，主要是外卖业务和调味品/食材销售。截止 2017 年底，公司外卖业务收入达到 2.19 亿元（15-17 CAGR 71.9%），调味品和食材销售收入达到 3031 万元（15-17 CAGR 1.3%），占 2017 年海底捞总收入比例分别为 2.1%/0.3%，总体占比仍处于较低水平。

图 48：海底捞外卖业务收入及增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 49：海底捞调味品及商品销售收入及增速



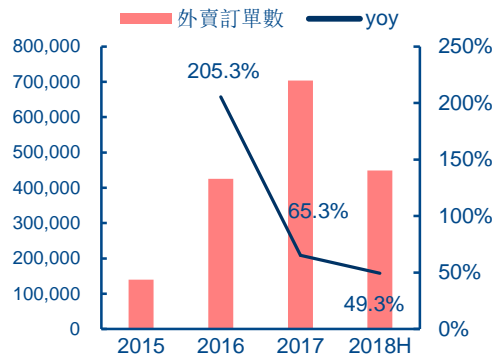
资料来源：公司公告，中信证券研究部

外卖业务：海底捞门店服务的延伸。海底捞是中国首家推出自营火锅外卖业务的火锅品牌，目前在 45 个城市经营外卖业务。为了保证向顾客提供与堂食一样的就餐体验，海底捞的所有外卖均由自己的员工完成配送，而且会在到达后为顾客准备餐桌。且配送人员的考核也是根据顾客满意度和完成量。

海底捞外卖的每笔订单销售额 2015-2018H 分别为 531.6/343.4/311.1/297 元，2016 年单笔销售显著下滑主要是因为公司开始提供迷你火锅，同时加大对顾客的促销折扣力度推动

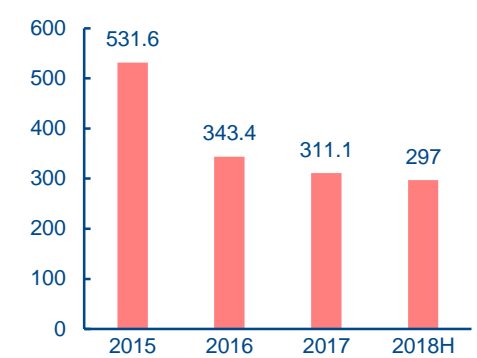
销售增长所致。从订单量看,海底捞外卖订单数从2015年的13.9万单增加至2017年的70.3万单(2015-2017年CAGR 124.7%)。

图 50: 海底捞外卖订单数及增速(单)



资料来源:公司公告, 中信证券研究部

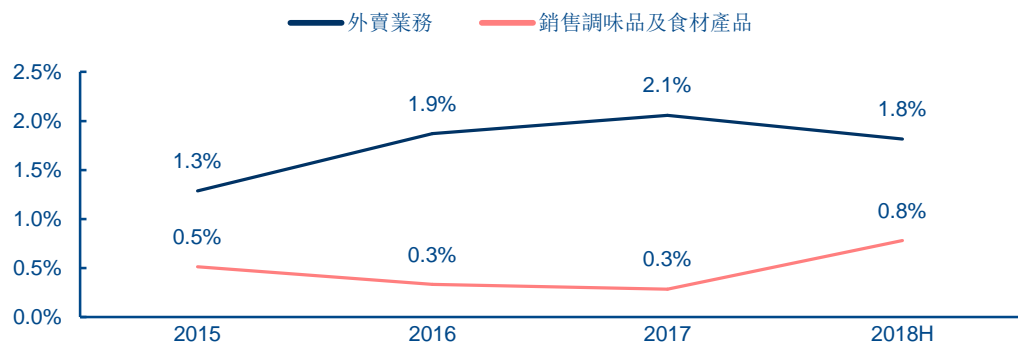
图 51: 海底捞外卖每笔订单平均销售额(元)



资料来源:公司公告, 中信证券研究部

调味料及食材销售: 门店零售网点化的尝试。海底捞在门店也可以零售的方式销售调味品和食材, 这些产品的味道和海底捞门店的味道相同, 使顾客能够在自己家中烹调海底捞式火锅。

图 52: 海底捞外卖、调味品等业务占比情况



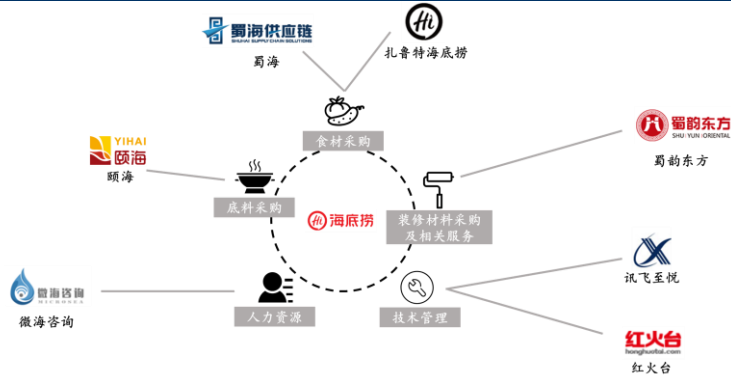
资料来源:公司公告, 中信证券研究部

餐饮生态布局助力规模化顺利实现

关联方餐饮产业全布局提供发展助力

我们认为,海底捞的成功除了在“连住利益、锁住管理”的组织架构下,保证了门店的服务提供,确保就餐体验外,能够顺利实现优质的规模化扩张,还离不开公司在整个餐饮生态中的布局,从供应链到门店技术管理,从门店装修施工到人力咨询等等。我们认为,这是海底捞在中国餐饮市场最区别于竞争对手,形成独特优势的所在。

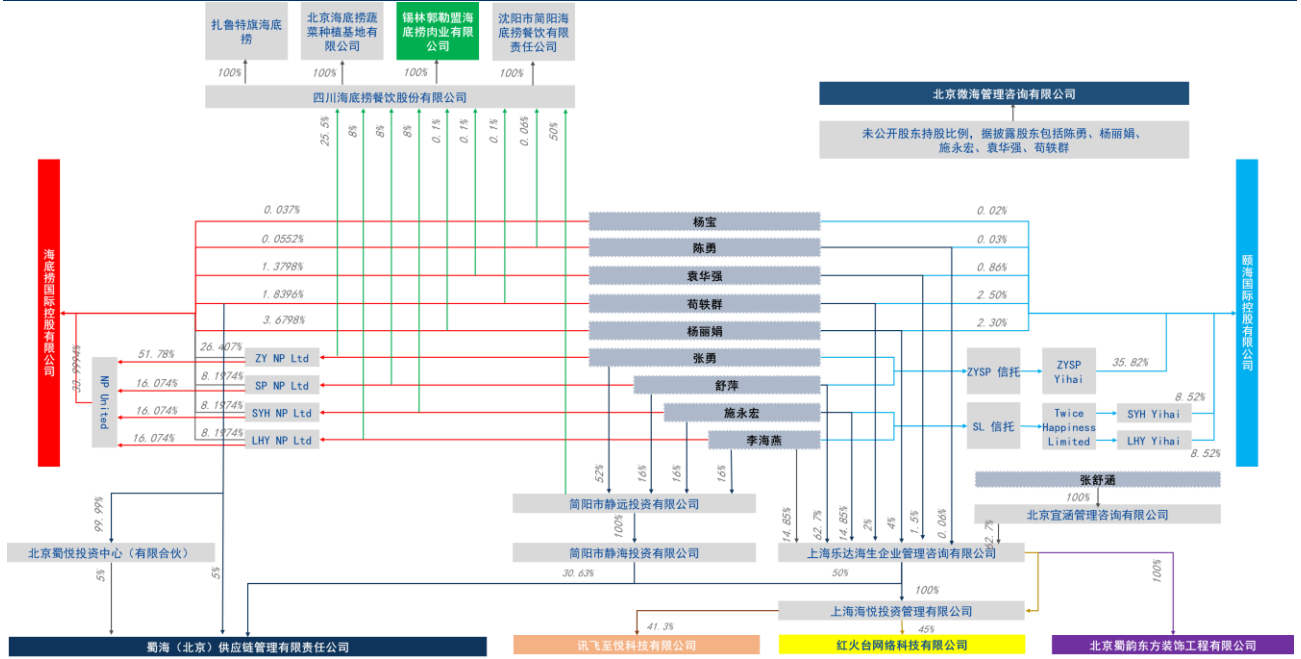
图 53: 海底捞关联公司的全产业链布局



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

如下图所示, 围绕海底捞的餐厅运营业务, 公司创始人先后创建或合资成立了 7 家管理公司, 这些管理公司主要涉及底料生产、食材加工、仓储物流、门店施工、人力资源咨询、技术管理五大领域。海底捞与其管理公司的市场化合作, 有利于其专注于核心业务、提升经营效率, 并强化对质量和成本的把控。

图 54: 海底捞及其关联公司股权结构



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

海底捞向各关联方采购的情况如下

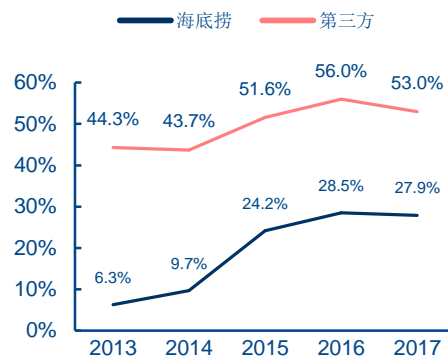
1. **火锅底料及中式复合调料: 颐海国际。** 颐海国际为海底捞的火锅底料独家供应商, 向海底捞销售供其火锅餐厅使用的火锅底料产品 (主要是满足海底捞集团具体要求的定制产品), 此外颐海国际的零售产品也在海底捞的火锅餐厅展示并直接向消费者出售。

颐海国际独特的优势在于: 1) **以市场为导向的研发能力:** 公司有专门的研发团队, 以市场为导向专门收集相关数据, 调制及生产产品配方, 并优化生产工艺及设备。在生产技术上, 公司将现代生产技术和传统生产方法结合, 能够大规模的生产品质

如一的产品；2) 严格的成本管理：公司能够通过其采购能力从供应商获得大额折扣，提升运营效率控制成本。

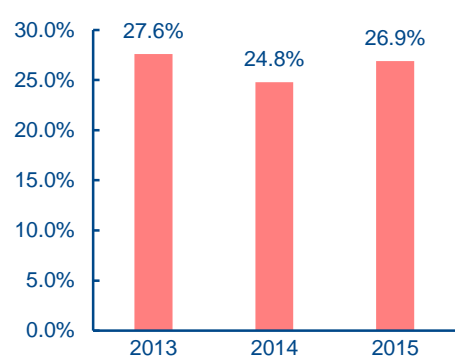
对于海底捞而言，向颐海国际进行采购有助于：1) 控制采购成本：近年来颐海国际多次调整定价政策使得向海底捞销售产品的定价跟随第三方销售的定价。但由于海底捞的采购量较大，且对颐海国际而言向海底捞销售无需重大包装成本以及销售开支，导致颐海国际向海底捞销售的产品价格仍然显著低于第三方；2) 借助颐海国际的研发能力提升海底捞的配方：根据双方的销售协议，海底捞在底料研发上与颐海国际进行合作，海底捞拥有配方的所有权，且该配方仅向海底捞供应。

图 55: 颐海国际销售火锅底料给海底捞/第三方的毛利率比较



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 56: 颐海国际前五大供应商占其采购额比例

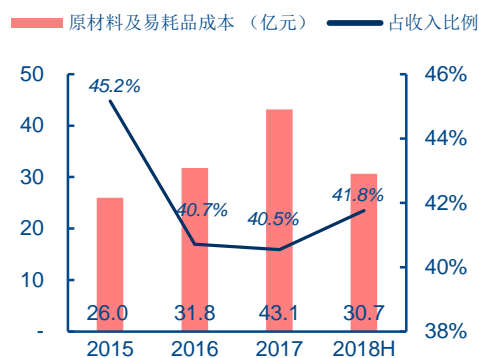


资料来源：公司公告，中信证券研究部

2. 采购食材：蜀海集团+扎鲁特海底捞。

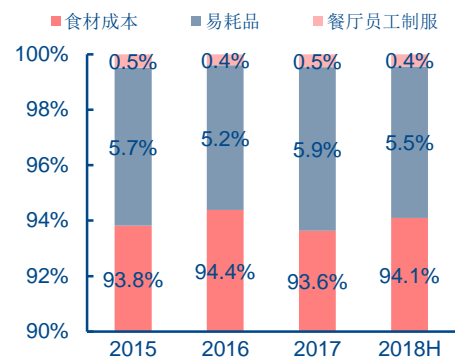
从海底捞的成本结构来看，原料&易耗品的采购占其成本的比例最大，2015-2018H 相关成本占收入的比例分别为 45.2%/40.7%/40.5%/41.8%。

图 57: 海底捞原料/易耗品成本及占收入的比例



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 58: 海底捞原料及易耗品成本分类比例



资料来源：公司公告，中信证券研究部

- a) 蜀海集团：蜀海于 2014 年成立，主要向餐饮服务商提供“一站式”供应链（包括食品仓储、物流及销售）。海底捞从 2011 年就开始委聘蜀海集团的前身公司就海底捞向供应商购买的需要加工、挑选、储存并运输至海底捞门店的材料及产品提供加工、仓储以及物流服务。

在 2018 年 1 月之前，海底捞采取间接采购合约的方式进行采购，即通过蜀海向第三方供应商进行采购。而自 2018 年 1 月开始，对于无须进行加工的食材（包括肉类和蔬菜），公司直接与第三方供应商订立合约，这些第三方供应商

向蜀海交付产品，然后由蜀海向海底捞提供仓储及物流服务，对于需要加工的食材而言，海底捞负责选择食材供应商，蜀海再购买食材并进行加工，然后由海底捞向蜀海购买食材。

b) 扎鲁特旗海底捞：海底捞主要向扎鲁特旗海底捞采购优质羊肉产品。

图 59：蜀海集团部分合作伙伴



资料来源：公司公告，中信证券研究部

- 装修材料及相关服务、设备及耗材采购：蜀韵东方。**海底捞主要向蜀韵东方采购装修材料、翻新服务以及装修项目管理服务，用于装修期餐厅。来自海底捞的采购订单占蜀韵东方总收入的比例超过 90%，蜀韵东方对于海底捞门店的装修项目要求熟悉程度较高，能够以具有成本效益优势的方式进行项目管理。
- 人力资源采购：微海咨询。**海底捞自 2016 年开始与微海咨询进行服务，微海咨询主要为海底捞提供人力资源咨询服务（包括候选人推荐以及为新员工提供入职培训）。在费用上，管理及咨询服务费将按订约双方经参考可比市场费率后协定的每人固定费率确定，员工招聘服务费介于淡季的 400 元/人次至旺季的 1000 元/人次（包括招聘服务费和定向培训）。
- 技术管理：红火台&讯飞至悦。**红火台就与公司餐厅经营相关的云技术管理系统向海底捞提供餐饮信息化云技术开发服务、相关安装、测试以及维护服务。讯飞至悦是公司餐厅业务人工智能产品的研究与开发平台。

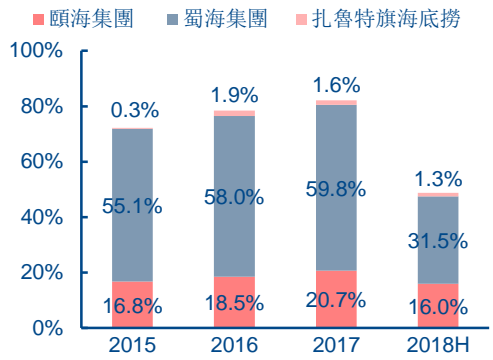
表 9：海底捞向五大主要关联方的采购情况（单位：百万元）

关联人士	交易说明	2015	2016	2017	2018H
蜀海集團	提供仓库仓储服务及物流服务以及供应食材	1,439.50	1,847.30	2,604.80	1,049.80
蜀韻東方	提供装修材料及翻新服务及装修、项目管理	11.4	32.6	1,290.20	620.2
頤海集團	供应海底捞定制产品、颐海零售产品及即食火锅产品	437.7	589.2	901.7	533
扎魯特旗海底捞	供应羊肉产品	7.1	60.5	71	42.4
微海諮詢	提供人力资源管理及咨询服务	1	22.9	36	21.8
总额		1,896.70	2,552.50	4,903.70	2,267.20

资料来源：公司公告，中信证券研究部

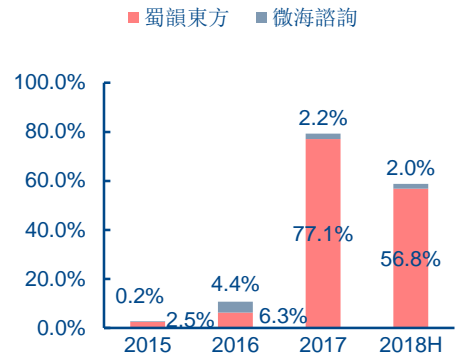
从采购规模上看，2015-2018H 海底捞从五大关联方的采购规模分别为 19.0/25.5/49.0/26.7 亿元，占海底捞总体采购额的 61.6%/68.8%/81.3%/51.2%。

图 60: 海底捞向关联方采购占其食材/调味品采购总额的比例



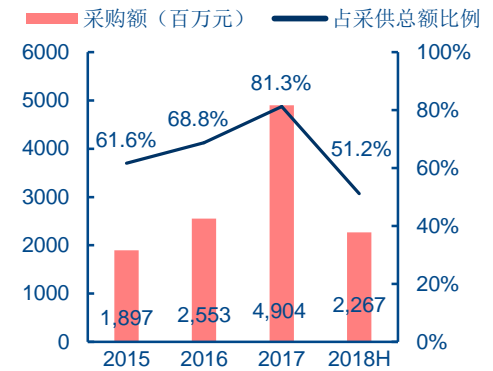
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 61: 海底捞向关联方采购占其他采购总额的比例



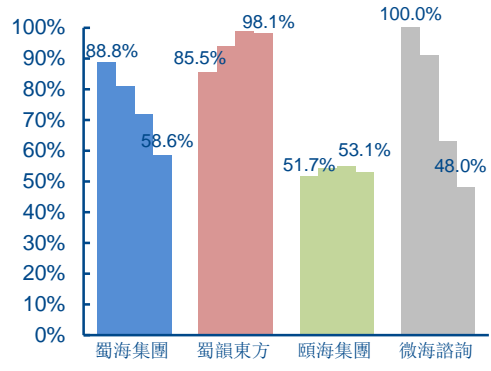
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 62: 海底捞向五大关联方的采购总额及占采供总额的比例



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 63: 海底捞向主要关联方采购额占其自身收入的比例



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

我们认为由独立运营的关联公司把控海底捞的采购, 主要有以下优势:

1. **有利于公司执行始终如一的质量控制。**对于管理公司的质量控制, 各管理公司有自身的质量控制制度, 此外海底捞也在蜀海集团、颐海集团以及扎鲁特旗海底捞制定食品加工、存货以及物流标准, 并由管理公司负责执行。海底捞对于相关管理公司的质量标准情况实施每月审查, 并要求关联公司改造检查中发现的问题并在次月提交改正报告。

图 64: 海底捞的供应商质量控制机制



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

2. **海底捞没有供应链相关资产以及大量存货包袱, 运营模式更加轻资产, 提升公司资本回报率。**主要关联公司都是独立运行的经营实体, 其对于供应链基础设施、仓库等的投资都在上市公司报表以外, 公司整体的非流动资产较少, 以 2017 年为海

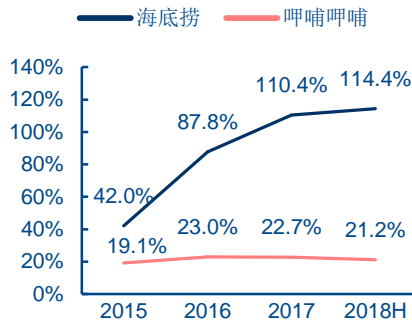
海底捞非流动资产总额为 22.7 亿，其中 20.8 亿为物业、厂房及设备，其主要构成为门店的装修、设备等。此外，蜀海集团目前已经满足了公司对于存货管理的绝大部分要求，海底捞使用蜀海集团的 ERP 系统预测各餐厅的存货需求，几乎每天通过该系统订购食材，门店不会保有大量存货。而在蜀海将相关食材交付于海底捞之前，食材保存在蜀海的仓库，而不算入到海底捞的存货当中。因此从历史水平来看，海底捞的存货周转天数仅 5-6 天 (vs 呷哺呷哺在 40 天以上)。

关联方专业化支持成就高 ROE

在财务方面，由于关联方公司的存在，海底捞无需在物流、生产等环节投入太多资源建设相关基础设施，而且其借助关联方进行存货管理，也无需保有大量存货，从而使得公司具有高于同业的资产利用率和股东权益回报。

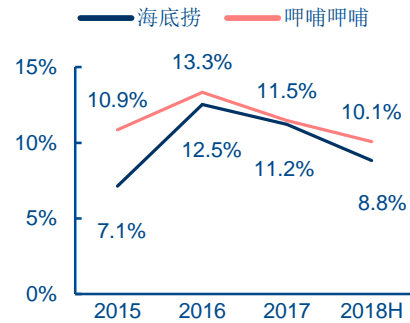
如下图所示，海底捞 2015-2018H 的 ROE 为 42.0%/87.8%/110.4%/114.4%，远高于竞争对手呷哺呷哺的 19.1%/23.0%/22.7%/21.2%。从杜邦分析的角度，我们分别从净利润率/资产周转率/权益乘数三个层面分拆海底捞高 ROE 的原因。

图 65: 海底捞 vs 呷哺呷哺 ROE 比较



资料来源：公司公告，中信证券研究部

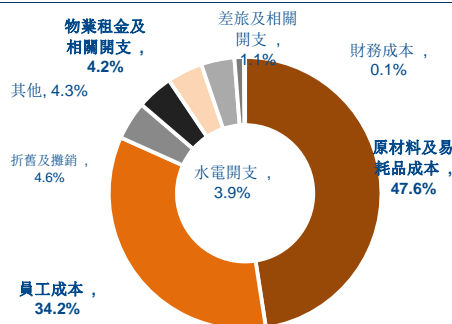
图 66: 海底捞 vs 呷哺呷哺净利润率比较



资料来源：公司公告，中信证券研究部

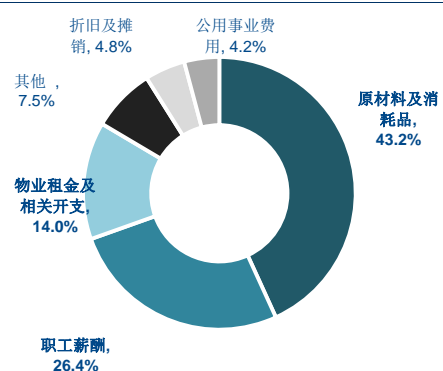
1. **净利润率：海底捞与呷哺呷哺的净利润率相似，都约为 10% 左右。**从成本结构上看，1) 原材料及消耗品为大头，2017 年海底捞/呷哺呷哺原材料和消耗品占成本的比例分别为 47.6%/43.2%；2) 员工成本其次，2017 年海底捞/呷哺呷哺的员工成本占比分别为 34.2%/26.4%，体现出海底捞较有优势的薪酬待遇水平；3) 物业租金和其他开支：2017 年海底捞/呷哺呷哺的租金占比分别为 4.6%/14.0%，海底捞租金水平较低主要是因为其门店具有较高的翻台率和经营表现，外加品牌实力、吸客能力，使得其对于业主方的议价能力较强。

图 67: 海底捞成本结构 (2017)



资料来源：公司公告，中信证券研究部

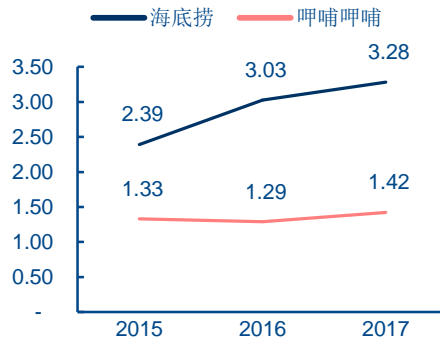
图 68: 呷哺呷哺成本结构 (2017)



资料来源：公司公告，中信证券研究部

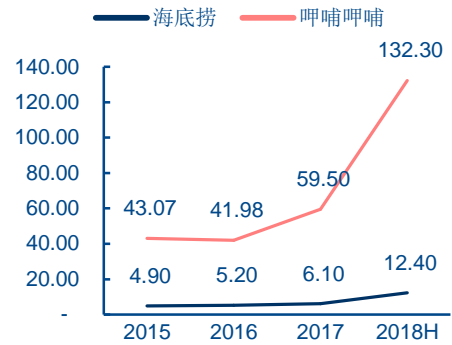
2. **资产周转率：高存货周转+低基础设施投入拉高资产周转效率。**2015-2017 海底捞资产周转率分别为 2.39/3.03/3.28，显著高于同期呷哺呷哺 1.33/1.29/1.42 的水平。我们认为这主要是因为：1) 海底捞向关联方公司采购原材料及物流服务，无需自建相关基础设施，除门店装修和设备外资本支出较少；2) 海底捞原材料的库存和物流很大一部分是交由管理公司蜀海、颐海等进行管理，存货周转率高于呷哺呷哺。

图 69：海底捞 vs 呷哺呷哺资产周转率比较



资料来源：公司公告，中信证券研究部

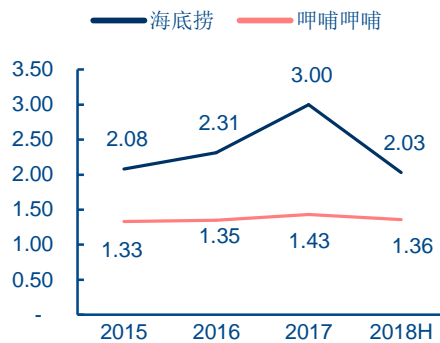
图 70：海底捞 vs 呷哺呷哺存货周转天数比较



资料来源：公司公告，中信证券研究部

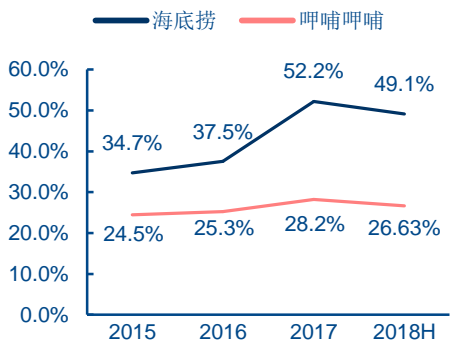
3. **权益乘数：有息负债+低存货提升海底捞杠杆水平。**2015-2018H 海底捞权益乘数分别为 2.08/2.31/2.0/2.03，高于同期呷哺呷哺的 1.33/1.35/1.43/1.36。这主要是因为：1) 海底捞在门店扩张中使用了一部分银行贷款，而呷哺呷哺则完全使用其经营产生的现金流来支撑其开店，没有任何有息负债。2015-2018H 海底捞的有息资产负债率分别为 17.2%/19.3%/14.4%/24.5%；2) 海底捞较高的存货周转水平，加之与呷哺呷哺接近的应付账款周转效率使得其剔除借款后的资产负债率也高于呷哺呷哺。

图 71：海底捞 vs 呷哺呷哺权益乘数比较



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 72：海底捞 vs 呷哺呷哺资产负债率 (剔除借款)



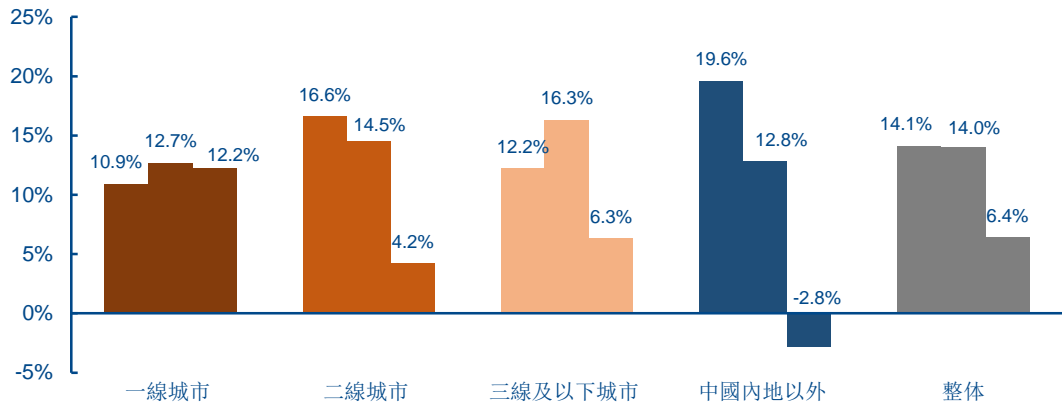
资料来源：公司公告，中信证券研究部

加速扩张，2019-2020 年将望迎盈利高增长

现有门店保持稳健增长

海底捞 2016-2018H 同店收入 (同店指包括比较期间开始前开始运营，而且在比较期间营业时间超过 300 天的门店) 增速分别为 14.1%/14.0%/6.4%，2016-2017 年间同店增速较高和公司旗下更多门店营业时间拉长有关，2018 年中期有所回落，回归至稳健增长水平。

图 73: 海底捞各类型门店 2016-2018H 同店销售增长情况

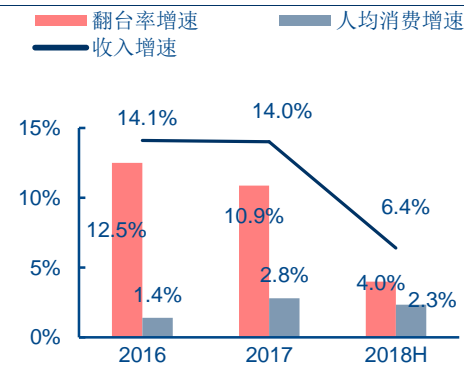


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

结合公司招股书所披露的同店销售和翻台率数据, 测得 2016-2018H 海底捞同店门店的人均消费增速分别为 1.4%/2.8%/2.3%。如下图所示我们将同店增速按照翻台率增速和人均消费增速进行了拆分, 可见 2018H 海底捞的同店人均消费基本维持稳定增速, 而翻台率同比增速的放缓拉低了整体同店收入增速。我们认为海底捞同店翻台率增速的放缓跟公司的门店扩张策略有关: 海底捞在一二线城市侧重于在翻台率较高或者顾客等位时间较长的现有餐厅的周边商业区增加新店, 从而将客流引导至附近新的门店并改善用餐体验。

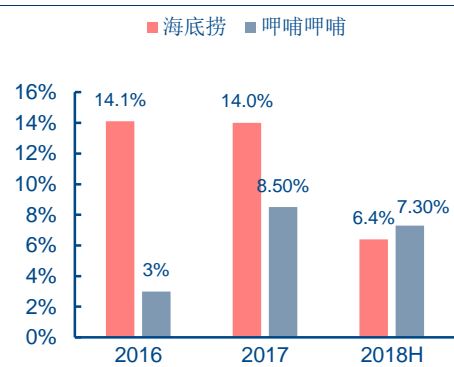
从餐饮行业的经营逻辑上来看, 将翻台率控制在合适的水平非常重要: 1. 翻台率较高对于所在的商业区而言有较强的引流作用, 这意味着门店在于物业方的租金谈判中具有议价能力, 控制租金成本; 2. 翻台率过高将导致顾客排队时间长, 影响顾客用餐体验和品牌形象; 3. 与其使翻台率维持在过高水平, 不如通过调整菜品结构和提升售价, 通过增加人均消费的方式提升门店毛利率和经营效率。

图 74: 海底捞整体门店同店收入增速拆分



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

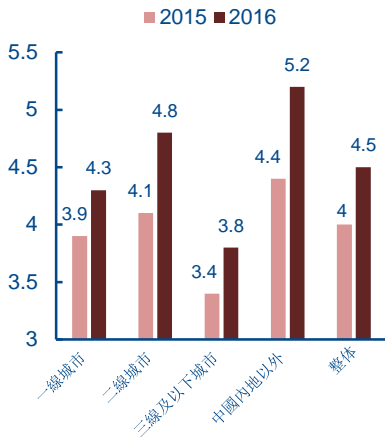
图 75: 海底捞 vs 呷哺呷哺同店收入增速



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

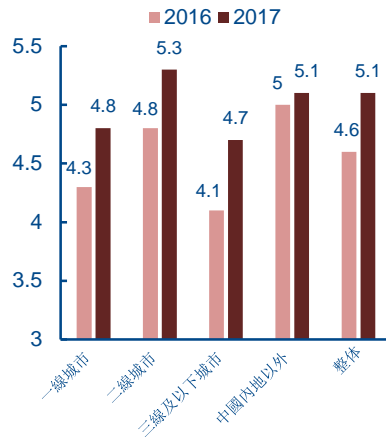
目前海底捞 5 左右的翻台率已经显著高于同业 (3~4), 未来我们认为随着其门店密度的提升, 翻台率增速预计会进一步放缓甚至略有下滑。但凭借其良好的服务和较强的品牌溢价能力, 未来海底捞的同店增长将主要由人均消费所驱动, 从而保障良好的同店销售增速并带动毛利率改善。

图 76: 海底捞 2015-2016 同店翻台率



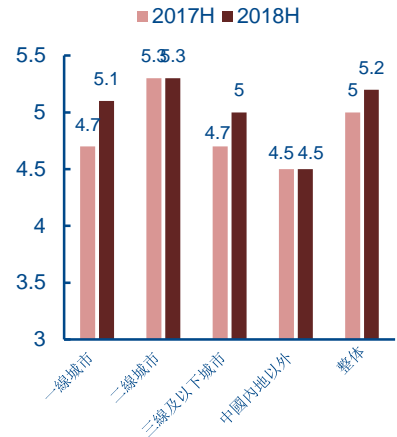
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 77: 海底捞 2016-2017 同店翻台率



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 78: 海底捞 2017H-2018H 同店翻台率

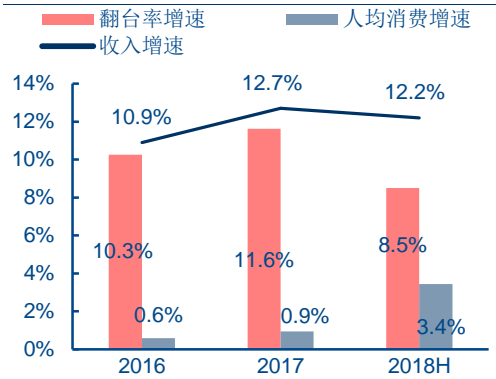


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

进一步分区域拆分海底捞的增速, 我们发现:

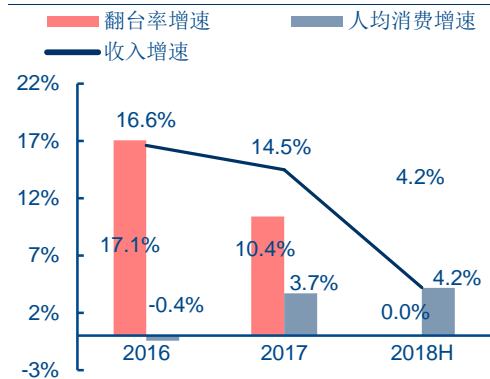
1. **一线城市: 翻台率增速略有放缓, 但人均消费提升。**与整体趋势不同的是, 一线城市的同店增速继续维持 12% 的水平, 其中翻台率增速略有放缓, 但人均消费增速进一步提升。我们认为这主要是因为一线城市海底捞门店密度较高且市场竞争充分, 近年来海底捞在一线城市推进门店升级, 助于提升客单价。

图 79: 海底捞一线城市门店同店收入增速拆分



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

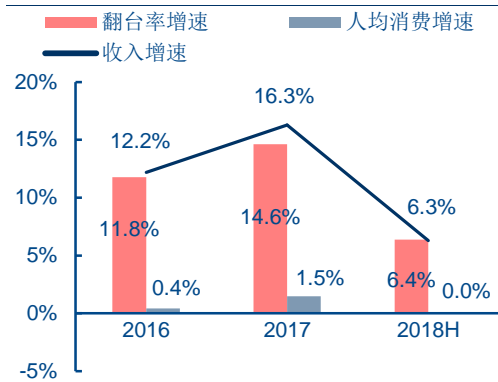
图 80: 海底捞二线城市门店同店收入增速拆分



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

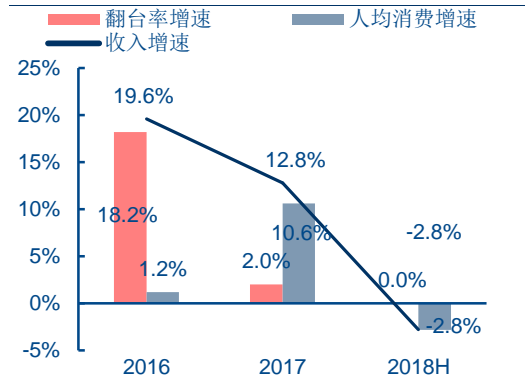
2. **二线城市&三线及以下城市: 翻台率增速显著放缓, 人均消费维持。**该市场的人均消费增速整体维持在平稳水平, 同店翻台率增速在 2018H 有较显著的放缓, 我们认为这主要是因为 2017 年公司在二线、三线及以下城市开店较多 (分别为 37/40 家门店), 但上述市场优质商圈相对于一线城市较为稀缺, 翻台率一定程度上被稀释。

图 81: 海底捞三线以下城市门店同店收入增速拆分



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 82: 海底捞中国内地以外门店同店收入增速拆分



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

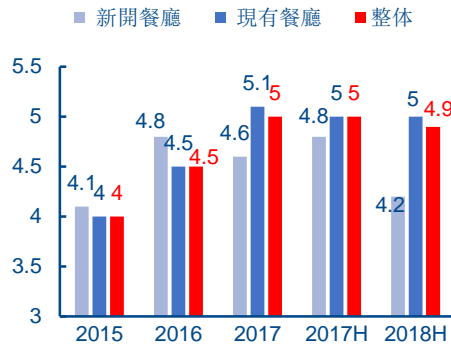
尽管 2018H 海底捞的同店增速有所放缓, 但我们认为其良好的用餐体验、持续升级的产品结构以及高效的门店运营效率仍将保障其维持较高的经营水平、保持业绩稳健增长。

新开店驱动核心增长

海底捞 2017 年开始开店加速, 从之前的每年新开 30 多家门店提速至 2017 年 98 家, 2018 年进一步大幅提速, 计划新开 180-220 家新餐厅。新餐厅开设初期对公司盈利贡献并不正面, 但由于海底捞门店爬坡期普遍较短, 因此新开店在开业后一年往往能够带来显著贡献。我们将新开门店当年的影响进行了量化测算:

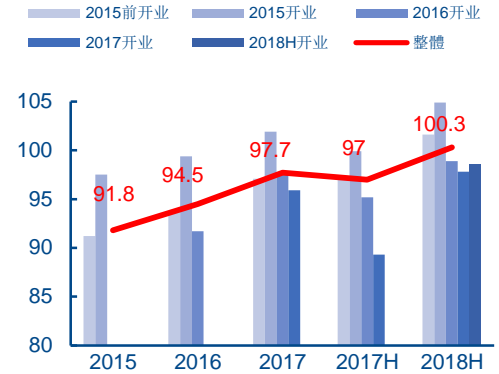
1. 新开店对于公司当年收入的贡献受开业时间影响较大, 一般而言, 年度内开业的新餐厅通常于该年度的下半年有较大收入贡献, 主要是因为: 海底捞的新餐厅一般集中在下半年开业 (2018H 公司新开业餐厅 71 家, 假设 2018 年全年新开业门店 200 家, 则下半年开业约 130 家); 且将贡献整 6 个月的收入。基于此, 我们按月假设了海底捞每个月新开门店的数量。
2. 海底捞门店的前期爬坡时间较短, 通常会在开业后 1-3 个月内实现初步的月度收支平衡, 6-12 个月内实现现金投资回报。我们保守假设 2018 年新开业的门店都有 3 个月的爬坡期。从过往数据来看, 处于爬坡期的门店在翻台率、人均消费等核心经营指标上都略逊于成熟门店, 此外随着公司逐渐向低线城市扩张, 整体平均经营指标也会有所下滑, 因此结合过往数据, 我们粗略假设 2018 年处于过渡期/成熟期的门店人均消费分别为 70/76 元, 翻台率分别为 4.5/5.0 次, 并根据门店在 2018 年分别处于成熟期和爬坡期的时间加权平均计算出门店在全年开业周期中的平均人均消费和翻台率。

图 83: 海底捞新开 vs 现有餐厅翻台率



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

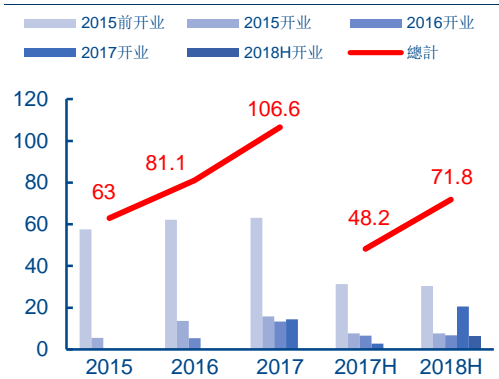
图 84: 海底捞按开业年度的门店人均消费 (元)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

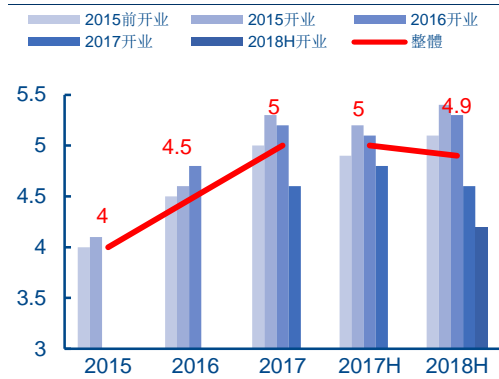
3. 从成本来看, 新开门店主要比现有门店增加了开业前成本。海底捞门店的开业前成本主要包括一间餐厅开业前的员工薪酬、咨询服务费用、员工迁移开支、租金以及杂项行政开支, 大部分门店新开业餐厅一般产生约 100-200 万元的开业前开支。此外, 每新开一家门店还需要 800-1000 万元的资本开支, 其中主要是门店装修和设备的开支, 我们假设这些资本投入分五年摊销。

图 85: 海底捞按开业年度的门店顾客服务总量 (百万人次)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 86: 海底捞按开业年度的翻台率



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

综上可测, 新开店在开业当年对公司收入增长有所贡献, 利润增长大概率为负贡献。以 2018 年预计新开业 200 家门店测算, 全年预计新增营业收入 29.0 亿元, 带来亏损 1.07 亿元。

表 10: 海底捞 2018 年新开门店收入及利润测算

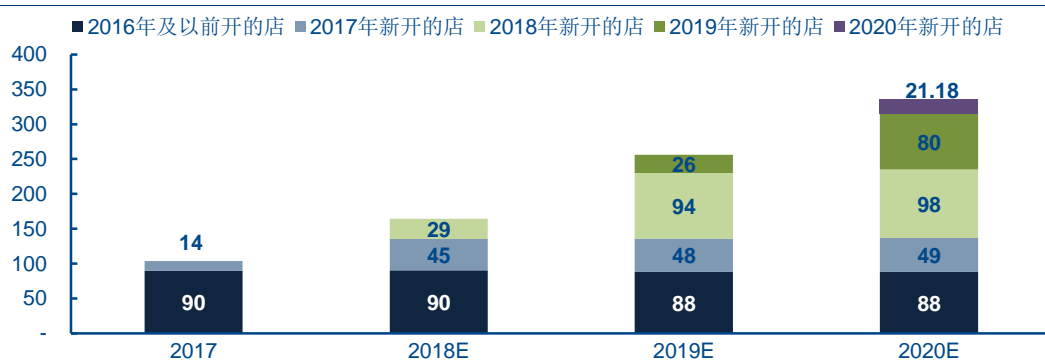
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	总计
过渡期时间	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	
成熟期时间	8	7	6	5	4	3	2	1	0	0	0	0	
收入总额	167,095	151,145	405,594	357,761	309,942	262,143	285,835	333,333	238,140	238,140	79,380	71,442	2,899,951
人均消费	74.4	74.2	74.0	73.8	73.4	73.0	72.4	71.5	70.0	70.0	70.0	70.0	71.8
每桌人数	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
平均每个餐厅桌位数	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70.0
翻台率	4.9	4.9	4.8	4.8	4.8	4.8	4.7	4.6	4.5	4.5	4.5	4.5	4.6
营业天数	330	300	270	240	210	180	150	120	90	90	90	90	152.6
净开门店数	5	5	15	15	15	15	20	30	30	30	10	9	199.0
净开门店数 (以 200 家开业计算)	5	5	15	15	15	15	20	30	30	30	10	9	

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	总计
占比	2.5%	2.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	10.1%	15.1%	15.1%	15.1%	5.0%	4.5%	
当月资本开支(千元)	45000	45000	135000	135000	135000	135000	180000	270000	270000	270000	90000	81000	1791000
每间餐厅资本开支(千元)	9000	9000	9000	9000	9000	9000	9000	9000	9000	9000	9000	9000	
开业前支出	22500	22500	22500	22500	30000	45000	45000	45000	15000	13500	7500	7500	298500
每间餐厅开办费(千元)	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500	
原材料及易耗品成本	68,205	61,818	166,294	147,129	127,962	108,789	119,479	140,833	102,400	102,400	34,133	30,720	1,210,164
原材料及易耗品成本%	40.8%	40.9%	41.0%	41.1%	41.3%	41.5%	41.8%	42.3%	43.0%	43.0%	43.0%	43.0%	41.7%
员工成本	49,825	45,192	121,678	107,776	93,868	79,954	88,037	104,167	76,205	76,205	25,402	22,861	891,169
员工成本比例%	29.8%	29.9%	30.0%	30.1%	30.3%	30.5%	30.8%	31.3%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	30.7%
物业租金及其他	7,595	6,953	18,928	16,994	15,054	13,107	14,863	18,333	14,288	14,288	4,763	4,287	149,454
物业租金及其他%	4.5%	4.6%	4.7%	4.8%	4.9%	5.0%	5.2%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.2%
水电费用	7,140	6,499	17,576	15,652	13,726	11,796	13,148	15,833	11,907	11,907	3,969	3,572	132,726
水电费用%	4.3%	4.3%	4.3%	4.4%	4.4%	4.5%	4.6%	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.6%
差旅及其他	8,051	7,406	20,280	18,335	16,383	14,418	16,578	20,833	16,670	16,670	5,557	5,001	166,181
差旅及其他成本%	4.8%	4.9%	5.0%	5.1%	5.3%	5.5%	5.8%	6.3%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	5.7%
折旧摊销	8250	7500	20250	18000	15750	13500	15000	18000	13500	13500	4500	4050	151800
年折旧率%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	5.2%
除税前利润	-4,470	-6,724	18,089	11,375	-2,801	-24,421	-26,271	-29,667	-11,830	-10,330	-6,443	-6,549	-100,043
所得税	-	-	4,522	2,844	-	-	-	-	-	-	-	-	7,366
所得税率%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	
净利润	-4,470	-6,724	13,567	8,532	-2,801	-24,421	-26,271	-29,667	-11,830	-10,330	-6,443	-6,549	-107,409

资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

但随着爬坡期的结束，新开门店后一年贡献显著。由于餐厅门店集中于下半年开业，而下一年是全年收入，增长贡献显著；开业当年由于爬坡期、开业前成本支出、资本开支折摊等影响，无利润贡献，但这些门店在下一年将迅速进入成熟店表现。因此结合门店开店节奏和运营周期，新开店的开业次年是收入、盈利增长贡献最为显著的一年。预计公司 2017-2019 年新开店 98/200/180 家，相比之前 30-40 家显著提速，按经验推断，2019-2020 年公司将迎来这一轮开店周期中最为显著的利润增长。

图 87：按开业时间划分的门店收入贡献（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

表 11：按开业时间划分的门店收入对当年公司整体收入贡献

	2018E	2019E	2020E
2016年及以前开的店	0.2%	-1.4%	0.0%
2017新开	29.4%	1.7%	0.4%
2018新开	27.3%	38.4%	1.6%
2019新开	0.0%	15.5%	20.7%

	2018E	2019E	2020E
2020 新开	0.0%	0.0%	8.1%
其他增速贡献	1.7%	0.5%	0.4%
整体增速	60.2%	55.1%	31.0%

资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

风险因素

食品安全风险；

门店扩张经营不达预期风险，2015-2017 年公司新开门店数分别为 36/32/98/71 家，中信证券研究部模型中预测 2017-2020 年新开门店数 200/180/150 家，公司持续快速展店能力有待验证；

新开门店经营效率、盈利能力不达预期的风险；

人力成本大幅上升的风险、社保、消防等规范收紧影响经营的风险，食材成本大幅上涨风险等。

盈利预测和投资建议

我们基于以下核心假设预测海底捞 2018-2020 年收入利润情况：

1. 我们预计海底捞 2018-2020 年新开门店 200/180/150 家，关店 3/2/1 家。
2. 对于每年新开门店开业当年的盈利预测，我们综合考虑了开店时间（集中在下半年）、开业前支出（假设每个门店 900 万）、开业爬坡期等因素（爬坡期 3 个月），按月度频率预测了新开门店当年收入和利润的贡献；其中门店处于爬坡期月份期间，人均消费、翻台率等关键经营指标要显著弱于成熟期月份；各月份加权平均后，2018-2020 年人均消费为 71.8/72.1/72.3 元，翻台率均为 4.6。
3. 每年新开店进入到下一个年份后整体将进入成熟期，贡献 12 个月收入，经营指标按照同店增长趋势进行预测。
4. 2016 年及之前开业的门店整体按照同店增长幅度预测人均消费、翻台率等指标。

表 12：海底捞盈利预测核心假设一览

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
当年新开门店（家）	36	32	98	200	180	150
当年关店数量（家）	2	2	1	3	2	1
净开门店数量（家）	34	30	97	197	178	149
当年新开店相对于去年新开店增速%		-8.7%	179.3%	110.7%	-9.5%	-19.3%
新开店当年翻台率（加权平均）	4.1	4.8	4.6	4.6	4.6	4.6
新开店当年人均消费（加权平均，元）	72	75	72	72	72	72
新开店当年净利润率%	-3.9%	1.3%	-2.3%	-3.7%	-3.7%	-4.3%
整体同店收入增速（含前一年新开店）%		39.7%	26.2%	50.4%	69.3%	37.1%
2016 年及以前所开门店同店增速%		14.1%	14.0%	0.3%	-2.6%	-0.1%
人均消费（元）	91	94	97	98	99	99
翻台率	4	4.5	5.1	5.1	5	5
2017 年所开门店同店增速%					6.5%	2.1%

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
人均消费 (元)				90	94	96
翻台率				5	5.1	5.1
2018 年所开门店同店增速%						4.4%
人均消费 (元)					90	94
翻台率					5.1	5.1
2019 年所开门店同店收入						8,041,680
人均消费 (元)						90
翻台率						5.0
会员积分占收入比例%	2.5%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%
餐厅经营业务同店部分净利润率%	8.3%	13.3%	13.2%	11.0%	11.0%	12.8%
外卖业务收入增速%		97.3%	49.7%	37.4%	32.3%	26.5%
调味料等销售收入增速%		-12.0%	16.7%	302.5%	31.7%	17.5%
公司整体净利润率%	7.1%	12.5%	11.2%	8.5%	9.6%	11.7%

资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部预测

基于公司在独特的管理模式下保持持续成功概率的基本假设和判断, 预计 2018-2020 年公司净利 14.3/24.9/40.1 亿元, 假设不行使超额配股权, 折合 EPS 0.29/0.47/0.76 元, 以上市指导价 14.8-17.8 港币的中位数 16.3 港币 (折合人民币 14.2 元) 计算, 对应 2018-2020 年 PE 为 49/30/19X, EV/EBITDA 38/25/15X。而目前上市的专注于大中华市场的餐饮公司估值区间在 2019 年 13-23 倍之间, 公司申购价格对应估值相比来看显得较高, 但主要归因于公司启动快速扩张带来业绩高增长预期支撑。

表 13: 餐饮行业可比上市公司估值表

公司名称	代码	市值 (\$mn)	18E EV/EBITDA	19E EV/EBITDA	18E PE	19E PE	18E 收入 (\$mn)	19E 收入 (\$mn)	18E PEG	18E ROE
专注于大中华市场的餐饮公司										
Xiabuxiabu	520	1,574	11	8	21	17	677	76	1.1	23.55
Yum China	YUMC	12,716	8	7	22	20	8,471	586	2.1	20.55
美食	2723	1,356	9	7	19	16	827	73	3.9	21.19
大家乐	341	1,342	11	10	21	20	1,075	63		14.52
大快活	52	455		7	14	13			2.9	37.10
味千	538	444	4	2	13	13	366	33	1.5	7.72
广州酒家	603043	1,440			24	19	378	61	1.6	21.01
全聚德	002186	583			25	23	276	23	1.5	9.80
其他亚洲餐饮公司										
Jollibee Foods	JFC	5,454	22	18	38	33	2,933	144	2.6	17.83
Jubilant Foodworks	JUBI	2,450	41	28	99	58	444	27	0.5	20.10
美国餐饮上市公司										
Yum!	YUM	27,972	19	18	25	23	5,723	1,148	2.0	-17.06
McDonald's	MCD	124,780	15	14	21	20	21,052	5,963	2.1	-128.39
Starbucks	SBUX	73,863	14	13	23	21	24,706	3,344	1.6	69.62
Domino's	DPZ	11,726	23	22	34	29	3,457	361	1.8	-12.52
Chipotle Mexican Grill	CMG	13,667	25	20	57	41	4,852	231	3.0	15.44
Dunkin's	DNKN	6,222	19	18	27	25	1,321	231	1.9	-51.34
Domino's	DMP	3,173	19	17	33	29	894	102	1.9	41.08
Cheesecake Factory	CAKE	2,426	10	10	22	19	2,367	113	1.6	15.50
ShakeShack	SHAK	2,118	34	26	95	79	453	23	6.6	11.35
Wendy's	WEN	4,164	16	15	32	26	1,598	136	1.5	27.63

资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

基于以上假设和预测, DCF 结果显示公司合理价值为 798 亿元、折合港币 910 亿。按 PEG=1, 公司合理价值对应 823 亿元、折合港币 945 亿元, 对应 2018 年 PE 58X (2018-2020 年 CAGR 57.5%。按 PEG=1)。以上估值基于公司开店计划完成、新开店爬坡期 3 个月、成熟后翻台率达到 5 等假设所测得的盈利预测给予, 充分考虑了公司现有管理架构下成功开

店的潜在贡献度。综上，给予公司合理估值人民币 800 亿元、折合港币 912 亿，假设不行使超额配股权，折合全面摊薄每股价值港币 17.21 元。

表 14：海底捞 DCF 估值结果

WACC 计算过程		股权价值计算	
无风险利率	3.00%	现金流现值	20,433,603.45
风险溢价	7.00%	终值现值	54,095,879.56
债务成本	5.50%	企业价值	74,529,483.02
税率	25.00%	现金及现金等价物	5,587,981.75
股票 beta	1.20	总资产价值	80,117,464.77
股权成本	11.40%	债务价值	317,241.00
债权比例	30.00%	股权价值	79,800,223.77
WACC	9.22%	总股数	5,300,000.00
TV 增长率	1.00%	每股价值 (元)	15.06

资料来源：公司招股书，中信证券研究部预测

利润表 (百万人民币)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	7,808	10,637	16,878	26,130	34,276
其他收入	62	91	60	76	83
原材料及消耗品	-3,179	-4,313	-6,871	-10,614	-13,876
员工成本	-2,044	-3,120	-4,979	-7,596	-9,682
物业租金及相关开支	-298	-415	-667	-981	-1,235
水电开支	-263	-349	-608	-919	-1,158
折旧及摊销	-286	-360	-756	-1,120	-1,472
差旅及其他	-84	-120	-222	-244	-250
上市开支	-	-	-52	-216	-
其他支出-经营	-372	-445	-830	-1,140	-1,384
应占联营公司损益	-	0	-	-	-
其他经营净收益	12	26	42	71	96
财务费用	-8	-9	-10	-8	-5
除税前溢利	1,346	1,625	1,984	3,439	5,394
所得税	-368	-431	-549	-942	-1,375
期内溢利	978	1,194	1,435	2,497	4,019
本公司拥有人应占溢利	735	1,028	1,433	2,494	4,013
少数股东损益	243	166	2	4	6

现金流量表 (百万人民币)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	735	1,028	1,435	2,497	4,019
加: 折旧摊销	286	360	756	1,120	1,472
营运资本变动	76	-110	-479	98	-20
其他非现金调整	317	122	105	76	67
经营活动现金流净额	1,414	1,400	1,817	3,791	5,538
出售固定资产收到现金	5	8	-	-	-
减: 资本性支出	430	1,243	2,441	2,080	1,647
投资减少	1,622	926	-65	-	-
投资活动现金流净额	-1,281	-1,565	-2,376	-2,080	-1,647
债务净增加	164	474	164	164	164
股本增加	-	0	0	-	-
支付的股利合计	-	-	-	-	-
其他	-6	-369	-	-	-
筹资活动现金流净额	158	105	5,865	-110	-107
期末现金及现金等价物	407	282	5,588	7,188	10,972

资料来源: 中信证券数量化投资分析系统

资产负债表 (百万人民币)

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
非流动资产合计	1,493	2,274	4,041	5,124	5,408
物业, 厂房及设备	943	2,085	3,754	4,712	4,892
无形资产	15	11	27	29	24
于联营公司之权益	-	4	10	10	10
应收关联方款项	411	-	-	-	-
递延税项资产	49	53	44	75	110
租金按金	68	121	194	286	360
可供出售投资	7	-	13	13	13
流动资产合计	1,257	1,462	6,671	8,804	12,982
存货	50	95	344	531	694
应收款及预付款	247	498	675	993	1,200
应收关联方款项	502	444	51	78	103
按公允价值计入损益的金	7	79	13	13	13
融资产					
其它金融资产	8	16	-	-	-
已抵押银行存款	36	48	1	1	1
货币资金	407	282	5,588	7,188	10,972
资产总额	2,750	3,736	10,712	13,929	18,390
流动负债合计	1,642	2,618	2,254	2,978	3,423
应付账款	120	169	422	653	857
其他应付款	441	597	591	784	857
应付关联方款项	213	1,203	506	653	686
应交税费	105	80	82	141	206
短期借款	567	348	300	200	100
递延收入	196	223	353	547	717
非流动负债合计	35	27	27	22	20
递延税项负债	22	13	5	9	14
长期借款	11	9	17	7	-
拨备	3	4	4	5	6
负债总额	1,678	2,645	2,281	3,000	3,443
股东权益合计	1,072	1,091	8,431	10,928	14,947
股东权益合计	802	1,089	8,427	10,921	14,934
(不含少数股东权益)					
股本	-	0	0	0	0
储备	802	1,089	8,427	10,921	14,934
少数股东权益	270	2	4	8	13
负债+股东权益	1,493	2,274	4,041	5,124	5,408

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业中投资建议所涉及的评级分为行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。