

## 海底捞 6862HK (买入, 首次评级)

## 港股公司深度研究

上市定价(港币): 17.80 元  
 目标价格(港币): 20.61 元

## 徜徉紫海，捞起一片天下

## 市场数据(港币)

发行港股数量(百万股) 425  
 总股本(百万股) 5300  
 恒生指数 27084.66

## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.21  | 0.31  | 0.52  | 0.72  |
| 每股净资产(元)    | 0.23  | 1.71  | 2.17  | 2.79  |
| 每股经营性现金流(元) | 0.29  | 0.41  | 0.83  | 1.14  |
| 市盈率(倍)      | 72.3x | 49.8x | 29.7x | 21.4x |
| 行业优化市盈率(倍)  | n.a.  | n.a.  | n.a.  | n.a.  |
| 净利润增长率(%)   | 22%   | 45%   | 67%   | 39%   |
| 净资产收益率(%)   | 109%  | 33%   | 27%   | 29%   |
| 总股本(百万股)    | 4795  | 5300  | 5300  | 5300  |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 公司简介

海底捞是营收规模最大、增速最快的中式餐饮企业，目前共拥有 379 家餐厅，主打火锅慢餐。凭借突出的服务品质和独特的就餐体验，海底捞受到海内外消费者的广泛喜爱，2015-17 年收入和净利润 CAGR 分别达到 35.9% 和 70.5%。

## 投资逻辑

- **中国餐饮市场：四万亿紫海破局在即。**国内餐饮需求在庞大的基数下仍保持年均 11% 的增速，是一个极具吸引力的蓝海市场。然而供给端竞争格局惨烈，红海一片，中式餐饮前五强合计市场份额仅 0.8%。随着从业人员素质改善、餐饮企业标准化能力和融资能力加强，餐饮这个紫海市场正出现行业集中度提升，龙头企业浮现的趋势，投资机会凸显。
- **平衡管理力：不易被复制的核心能力。**和同业相比，海底捞率先在“人治”和“法治”、“个性化”与“标准化”之间寻找到了完美的平衡点。这种管理能力融合了企业文化与制度保障，重塑了餐饮企业中员工和老板的关系，企业和顾客的关系，从而帮助海底捞在火锅市场的竞争激烈中脱颖而出。
- **短期增长动能充足，天花板仍远。**我们携手造数科技打造了一个基于另类数据的火锅业务量化分析体系，测算得出海底捞海内外理论开店数量上限为 1009 家，仍有 1.7 倍增长空间。单店模型显示经过选品、定价和成本策略的优化之后，二线城市门店的回报期最短、利润率最高。三线城市门店也有不错的盈利能力，但经营易受经济环境影响，波动较大。
- **中长期之路，两种战略选择。**当火锅慢餐业务步入成熟期之后，我们认为海底的长期发展动力会来自两个方向：一是纵向整合并对外输出自身在餐饮产品服务及供应链上的标准化能力，迈向一家 2B 的赋能型餐饮服务企业。二是横向延伸 2C 业务，拓展品类和品牌，打造一个综合性的餐饮品牌平台。

## 估值与投资建议

- 我们预测公司 2018-20 年 EPS 分别为人民币 0.31/0.52/0.72 元，CAGR 为 55.1%。基于 DCF 估值模型，我们得出 12 个月目标价港币 20.61 元，相当于 34.4 倍 19 年 PE 或 24.8 倍 20 年 PE。首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

- 1) 食品安全控制不力影响品牌声誉；2) 主要供应商为关联方企业；3) 原材料价格大幅波动影响净利润。

唐川 CFA 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001  
 tangchuan@gjzq.com.cn

陈苗苗 分析师 SAC 执业编号: S113051807000  
 (8621)60230249  
 chenmiaomiao@gjzq.com.cn

孙玮 联系人  
 Sunwei1@gjzq.com.cn

## 公司一览

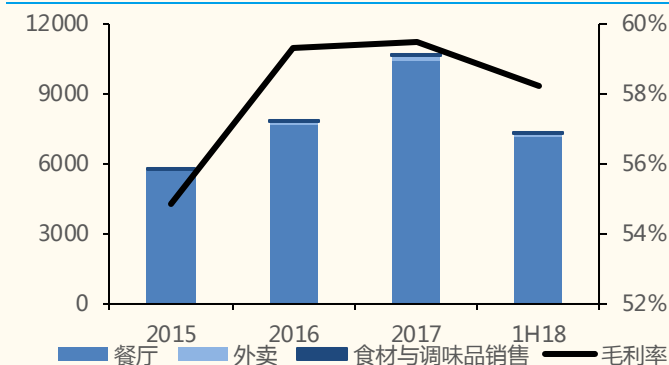
**公司沿革：**前身为四川海底捞餐饮股份有限公司，成立于 1994 年。公司是以火锅为主要经营业务的中式餐饮企业，主要业务包括餐厅运营、外卖及食材销售等。

**管理团队：**创始人张勇是公司的核心人物，目前任职董事会主席兼执行董事。公司核心管理团队均具备多年餐饮管理和战略发展工作经验。

**股权结构：**上市完成后，公司实际控制人及创始人张勇夫妇控制公司 68.6% 的股份，公司的股权结构较为集中稳定。

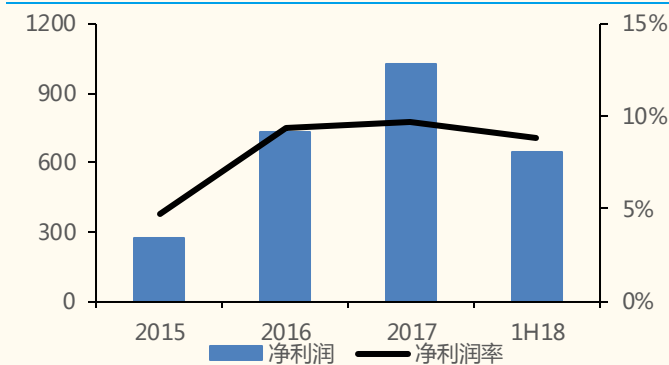
**融资历史：**公司自成立以来主要依靠自有资金和银行贷款扩张，没有对外股权融资经历。公司于 2018 年 9 月在港交所 IPO 上市，合计融资人民币 63.3 亿。

图表 1：营业收入和毛利率趋势 (Rmb mn)



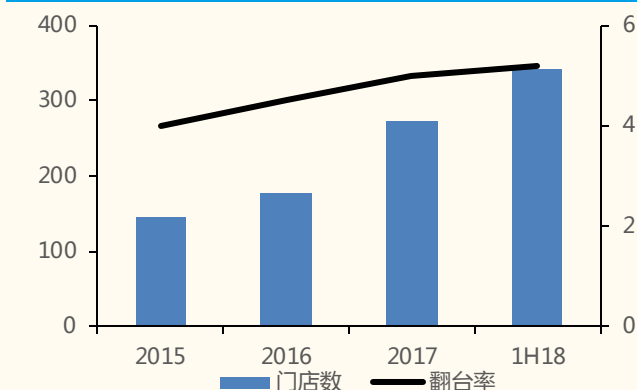
来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 2：净利润和利润率趋势



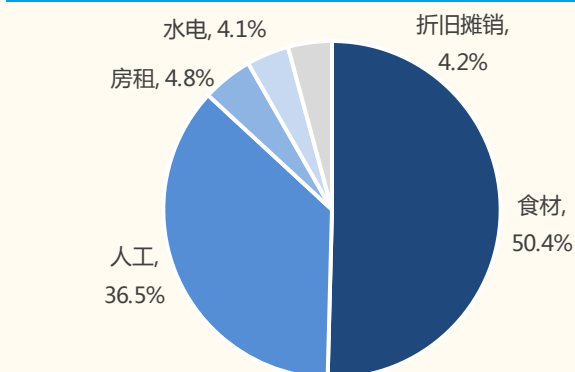
来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 3：门店数及翻台率



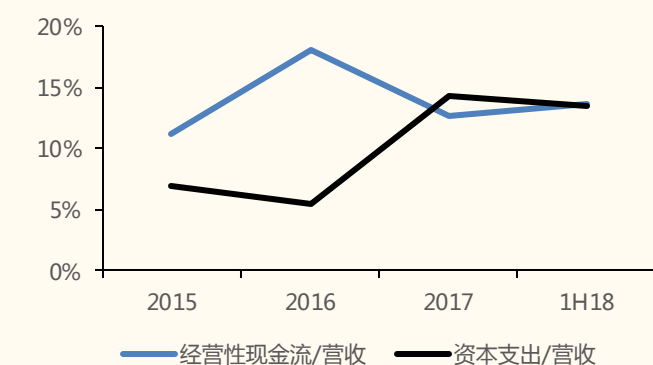
来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 4：2017 年营业成本分解



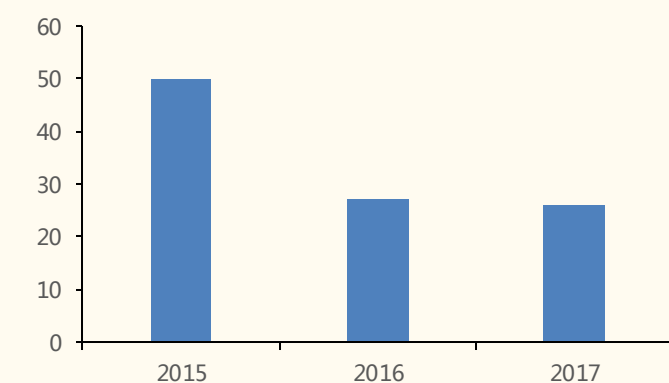
来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 5：现金流与资本支出趋势



来源：公司招股书，国金证券研究所

图表 6：现金周转天数趋势



来源：公司招股书，国金证券研究所

## 内容目录

|                      |    |
|----------------------|----|
| 四万亿的餐饮市场为什么出不了大市值公司？ | 6  |
| 需求端：欣欣向荣，持续增长        | 6  |
| 供给端：高度分散，竞争惨烈        | 7  |
| 紫海市场，需待突围            | 8  |
| 云开雾散，曙光初现            | 10 |
| 海底捞的底气与机遇            | 11 |
| 不神秘，但不易复制的核心竞争力      | 11 |
| 选对赛道，发力奔跑            | 13 |
| 火锅店的天花板在哪里？          | 14 |
| 怎样开火锅店最赚钱？           | 18 |
| 火锅店业务该怎么追踪？          | 22 |
| 火锅店之后会是什么？           | 23 |
| 财务分析与盈利预测            | 27 |
| 收入端：未来三年高速增长         | 27 |
| 成本端：短期费用率上升，中长期将趋稳   | 29 |
| 经营效率与现金流             | 30 |
| 盈利预测                 | 31 |
| 估值与投资建议              | 31 |
| 风险提示                 | 33 |

## 图表目录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图表 1：营业收入和毛利率趋势（Rmb mn）                | 2  |
| 图表 2：净利润和利润率趋势                         | 2  |
| 图表 3：门店数及翻台率                           | 2  |
| 图表 4：2017 年营业成本分解                      | 2  |
| 图表 5：现金流与资本支出趋势                        | 2  |
| 图表 6：现金周转天数趋势                          | 2  |
| 图表 7：一个餐饮市场相当于.....（基于 2017 年数据比较）     | 6  |
| 图表 8：中国餐饮市场规模趋势与预测                     | 6  |
| 图表 9：中国消费者的餐饮支出分解                      | 7  |
| 图表 10：中国外卖市场快速增长（Rmb bn）               | 7  |
| 图表 11：85/90 后是餐饮消费主力人群                 | 7  |
| 图表 12：中式餐饮前三强经营数据（2017 年）              | 8  |
| 图表 13：中国主要餐饮上市公司与全球领先餐饮公司的市值对比（Rmb mn） | 8  |
| 图表 14：紫海市场如何破局？                        | 9  |
| 图表 15：近年崛起的餐饮单品品牌                      | 10 |

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图表 16: 风险资本在餐饮行业的投资数量趋势 .....        | 11 |
| 图表 17: 陪伴单身食客的玩具熊 .....              | 12 |
| 图表 18: 为顾客准备的婴儿床 .....               | 12 |
| 图表 19: 店门口去衣服异味的烘干机 .....            | 13 |
| 图表 20: 让排队候餐成为愉悦的体验 .....            | 13 |
| 图表 21: 2017 年餐饮市场份额 (按收入规模) .....    | 13 |
| 图表 22: 中高端火锅市场增速将更快 .....            | 13 |
| 图表 23: 火锅谱系不完全统计 .....               | 14 |
| 图表 24: 海底捞创意吃法短视频持续火热 .....          | 14 |
| 图表 25: 方便即食火锅成为市场新热点 .....           | 14 |
| 图表 26: 海底捞现有门店分布 .....               | 15 |
| 图表 27: 广州海底捞门店分布 .....               | 16 |
| 图表 28: 郑州海底捞门店分布 .....               | 16 |
| 图表 29: 石家庄海底捞门店分布 .....              | 17 |
| 图表 30: 扬州海底捞门店分布 .....               | 17 |
| 图表 31: 我们测算的海底捞国内开店上限数 .....         | 17 |
| 图表 32: 我们测算的海底捞海外开店上限数 .....         | 18 |
| 图表 33: 海底捞门店菜品数量 (种) .....           | 19 |
| 图表 34: 海底捞门店平均价格 (元) .....           | 19 |
| 图表 35: 海底捞各项成本占营收比例 (2017 年数据) ..... | 19 |
| 图表 36: 海底捞成熟门店成本模型 .....             | 20 |
| 图表 37: 海底捞一线城市门店回报周期模型 .....         | 21 |
| 图表 38: 海底捞二线城市门店回报模型 .....           | 21 |
| 图表 39: 海底捞三线城市门店回报模型 .....           | 21 |
| 图表 40: 海底捞火锅业务营收分解 .....             | 22 |
| 图表 41: 海底捞餐厅客流量指数 (数据节选) .....       | 22 |
| 图表 42: 海底捞餐厅人均消费监测数据节选 (元/人) .....   | 22 |
| 图表 43: 海底捞每日新增点评数 .....              | 23 |
| 图表 44: 海底捞点评总评分趋势 .....              | 23 |
| 图表 45: 颐海国际的营收与毛利率趋势 .....           | 24 |
| 图表 46: 海底捞的智能餐桌系统 .....              | 25 |
| 图表 47: 火锅菜系丰富多彩 .....                | 26 |
| 图表 48: 餐饮外卖订单时间段向两端延伸 .....          | 27 |
| 图表 49: 2017 年三四线城市外卖订单增速高于一二线 .....  | 27 |
| 图表 50: 海底捞门店数量假设 .....               | 28 |
| 图表 51: 海底捞餐厅翻台率假设 .....              | 28 |
| 图表 52: 不同时期开业餐厅的翻台率比较 .....          | 29 |
| 图表 53: 海底捞成本费用率预测 .....              | 30 |
| 图表 54: 不断改善的现金流与经营效率 .....           | 30 |

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 图表 55: 主要假设 .....                       | 31 |
| 图表 56: DCF 估值模型.....                    | 32 |
| 图表 57: 餐饮类上市公司估值比较.....                 | 32 |
| 图表 58: 海底捞食品安全相关负面舆情统计.....             | 33 |
| 图表 59: 原材料价格变动对净利润的敏感性分析 (2017 年) ..... | 33 |

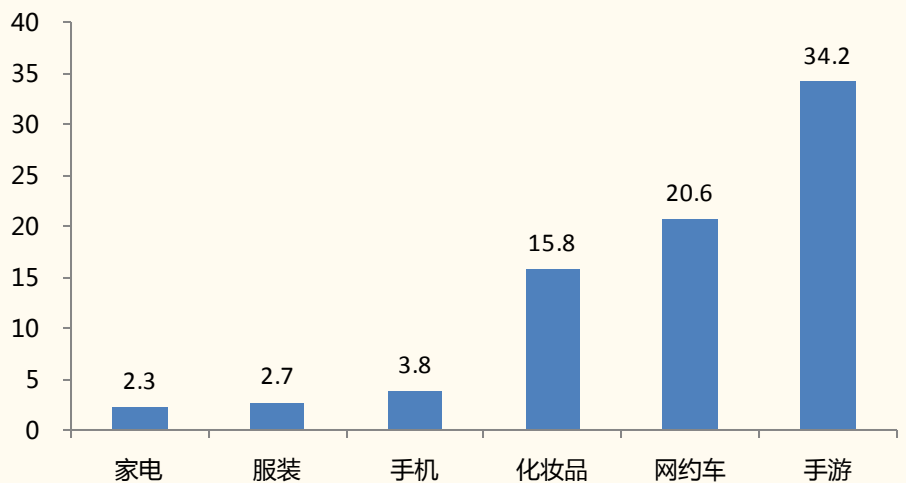
## 四万亿的餐饮市场为什么出不了大市值公司？

### 需求端：欣欣向荣，持续增长

用“民以食为天”这句话用来形容中国的餐饮市场是最贴切不过的了。综合各类官方统计机构、行业内企业和第三方咨询公司的数据来看，2017 年中国的餐饮市场已经达到 4 万亿元的体量。

一个 4 万亿的市场究竟有多大？以衣食住行玩等各个消费行业来对比（图表 7），中国餐饮市场的规模已经相当于 2 个家电市场、4 个手机市场、16 个化妆品市场、21 个网约车市场或 34 个手游市场……毫无疑问，餐饮是我们生活中体量最为庞大的产业之一。

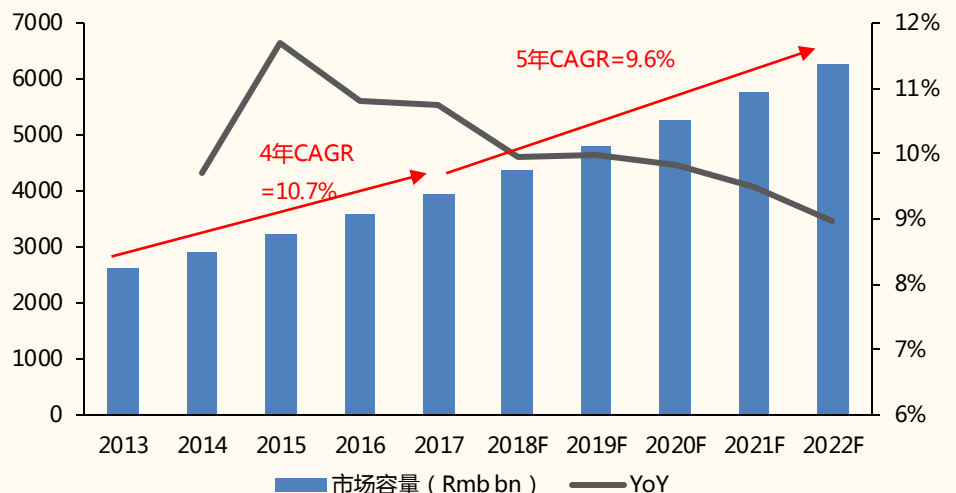
图表 7：一个餐饮市场相当于……（基于 2017 年数据比较）



来源：Wind, 国金证券研究所

更有意思的是，拥有巨大体量的餐饮市场持续保持着较快的增速。根据市场咨询公司 Frost & Sullivan 的统计，2013-17 年中国餐饮市场规模的年均复合增长率（CAGR）达到了 10.7%，而同期国内服装市场的 CAGR 为 6.3%，家电市场的 CAGR 为 5.9%，手机出货量的 CAGR 仅为 2.2%。

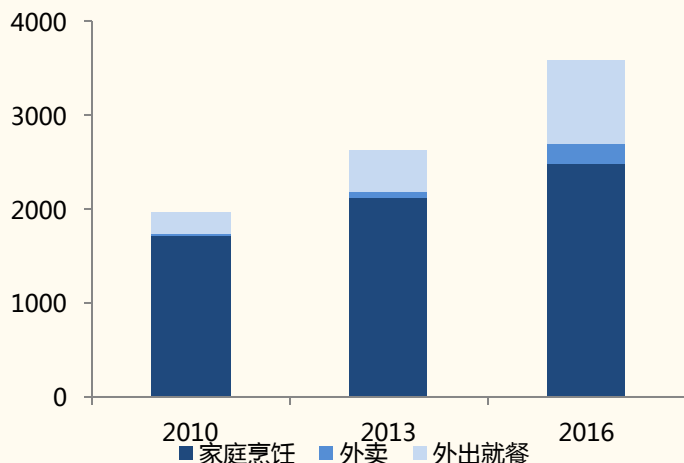
图表 8：中国餐饮市场规模趋势与预测



来源：Frost & Sullivan, 国金证券研究所

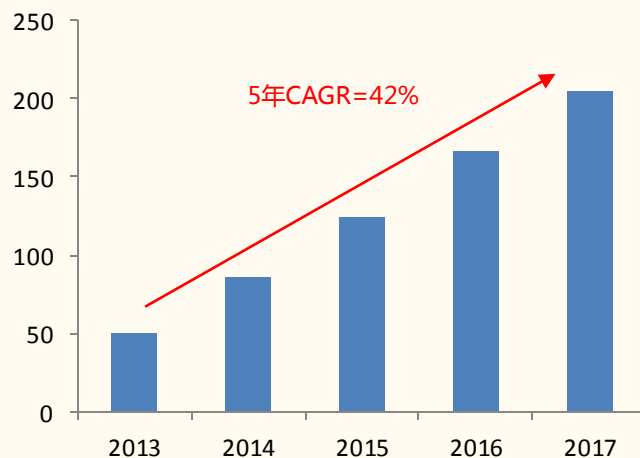
展望未来，我们认为中国餐饮市场的成长动能是清晰可见的。和大多数消费类产业一样，餐饮的驱动力主要来自于需求端的演化，具体三个方面：1) 持续的城镇化进程大幅提高外出就餐便利性；2) 工作和生活节奏加快提升外食与外卖需求；3) 85/90 后成为消费主力人群，就餐需求多样化个性化，推动餐饮行业不断迭代创新。Frost & Sullivan 预测 2018-2022 年中国餐饮行业的年均复合增长率达到 9.6%，我们认为很有机会实现的。

图表 9：中国消费者的餐饮支出分解



来源：Bain，国金证券研究所

图表 10：中国外卖市场快速增长 (Rmb bn)



来源：餐饮老板内参，国金证券研究所

图表 11：85/90 后是餐饮消费主力人群

| 美团数据    |       |        | 点评数据 |       |        |
|---------|-------|--------|------|-------|--------|
|         | 消费额比例 | 消费人数比例 |      | 消费额比例 | 消费人数比例 |
| 40 岁以上  | 12%   | 9%     |      | 12%   | 10%    |
| 35-40 岁 | 12%   | 10%    |      | 14%   | 11%    |
| 30-35 岁 | 18%   | 16%    |      | 23%   | 20%    |
| 25-30 岁 | 28%   | 29%    |      | 31%   | 31%    |
| 20-25 岁 | 25%   | 29%    |      | 18%   | 23%    |
| 20 岁以下  | 5%    | 7%     |      | 2%    | 5%     |

来源：美团点评，国金证券研究所

### 供给端：高度分散，竞争惨烈

与旺盛的市场需求形成鲜明对比的是，中国的餐饮企业却始终在激烈的竞争中苦苦挣扎，鲜有能够做大做强的。根据美团点评与餐饮老板内参联合发布的《2017 中国餐饮报告》，去年餐饮行业关店数量是开店数量的 91.6%。在北上广深这些一线城市，每个月的关店率甚至达到 10%。从竞争格局来看，国内共有 880 万家餐饮企业，如果计算中式餐饮市场的行业集中度，目前排名第一的市场份额仅为 0.3%，前五位的企业合作的市场份额仅为 0.8%。“散、乱、弱”是中国餐饮行业供给端的典型特征。

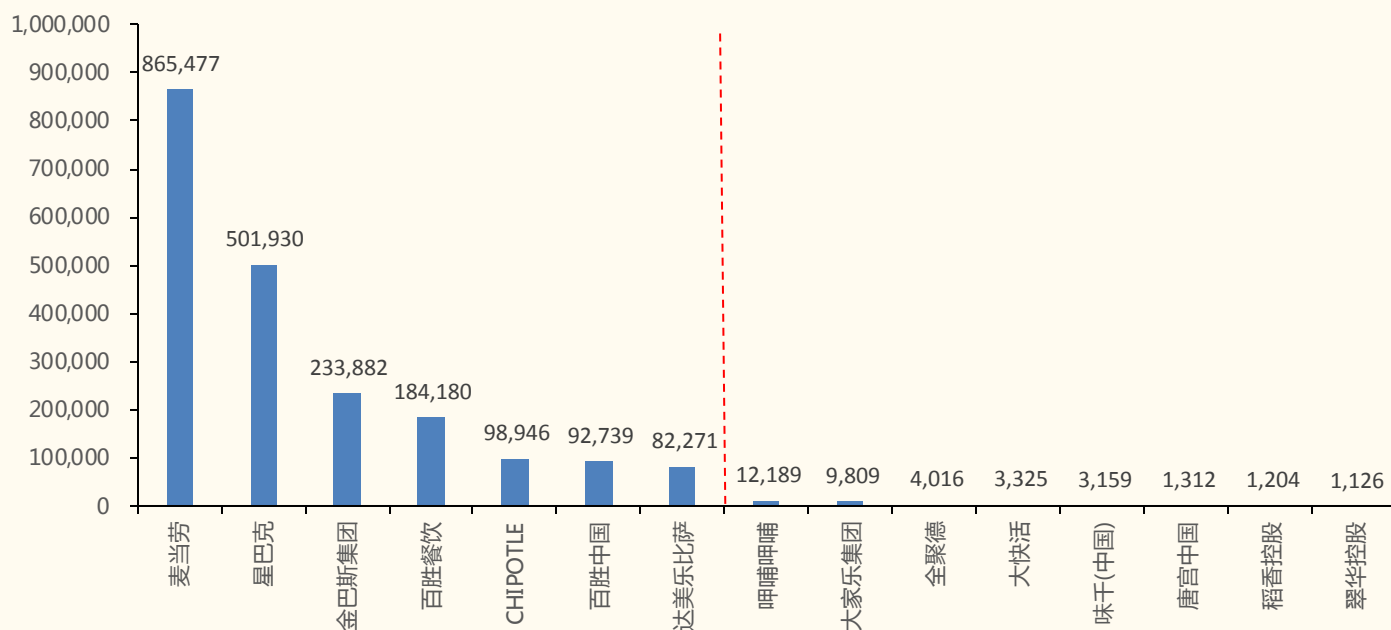
图表 12: 中式餐饮前三强经营数据 (2017 年)

|     | 营收 (亿元) | 市场份额 | 餐厅总数 | 客流量 (百万人) |
|-----|---------|------|------|-----------|
| 海底捞 | 97      | 0.3% | 254  | 103       |
| 外婆家 | 47      | 0.1% | 270  | 70        |
| 西贝  | 43      | 0.1% | 230  | 50        |

来源: Frost & Sullivan, 国金证券研究所

与行业格局相对应的,是中国餐饮业举步维艰的资本化进程。迄今为止,在全球各地上市的中国餐饮企业只有 30 多家,且大部分为香港本土餐饮公司。除去海底捞之外,最大的呷哺呷哺 (520 HK) 市值只有 122 亿人民币,仅为全球餐饮龙头麦当劳市值的 1.4%。

图表 13: 中国主要餐饮上市公司与全球领先餐饮公司的市值对比 (Rmb mn)



来源: Wind, 国金证券研究所

### 紫海市场, 需待突围

当红色与蓝色相遇, 汇聚而成的是一抹神秘的紫色。

中国的餐饮市场是一个非常典型的紫海市场: 在需求端, 是体量庞大、持续增长的蓝海; 而在供给端, 则是潮起潮落、拼杀激烈的红海。

从投资角度而言, 紫海市场是一种值得高度关注的市场结构, 尽管市场格局异常分散且不稳定, 但庞大的需求提供了充足的成长空间。一旦有公司能理解行业痛点并得出有效的解决方案, 很容易成长为大体量的公司。举例而言, 如果一家企业能占据中国餐饮市场 5% 的市场份额, 就意味着在二级市场 600-700 亿美金的估值。不过, 蓝海市场的分析框架和投资逻辑与普通的红海、蓝海市场是完全不同的。要想探究餐饮行业是否能够涌现出破局者, 我们必须先来理解这个市场格局形成的原因和行业目前的核心痛点。

图表 14：紫海市场如何破局？



来源：国金证券研究所

在研究总结了许多餐饮企业发展兴衰、经营得失的案例之后，我们认为，长期以来阻碍餐饮这个四万亿市场成长出大体量企业的主要原因有以下四个：

**1) 从业人员平均素质不高。**在中国人的传统观念中，餐饮是一种营生的手段，一门赚钱的生意，但进入门槛很低，整体社会地位不高。所以餐饮行业在过去很难吸引到高学历、高素质的人员加入，这种情况直到近几年才逐步改观。

从业人员特别是企业领导者的能力不足主要体现在两方面：一是大局观不够，很多人安于做小富即安的小老板而缺乏做大做强的气魄。二是管理水平有限。餐厅创始人们往往擅长于产品研发或者消费者体验，但对于精细化运营、品牌建设与推广和供应链管理上缺乏思路和经验，以至于在规模化经营的路上举步维艰。

**2) 行业标准化水平低下。**产品品质、服务、供应链和连锁经营的标准化是消费服务行业发展壮大的最重要前提，也是中式餐饮相较于西式餐饮的一大难点。由于不同菜系的地域属性、对厨师能力的依赖、规模化供应商的缺位和连锁经验的匮乏，过去中式餐饮无论在慢餐还是快餐、自营还是加盟等问题上始终没有成熟完善的解决方案。过去十年间，小肥羊、湘鄂情等许多知名餐饮企业无不是在到达一定规模之后出现标准化和管控能力的不足从而逐步由盛转衰，暗淡下去。

**3) 消费者口味与喜好快速变迁。**中国的餐饮文化博大精深，丰富多彩，同时也使得消费者的口味多变，喜欢尝鲜和善变的心态特征十分明显，这对餐饮产品、服务和品牌的迭代能力提出了很高的要求。随着 85/90 后成为餐饮消费的主力军，颜值、话题感、性价比与社交网络表达等成为餐饮行业新的关键词。餐饮消费年轻化趋势催生了大量的网红品牌，但同时也在缩短餐饮品牌的平均寿命。

**4) 融资能力严重不足。**餐饮企业的扩张和开店速度息息相关。一家中大型慢餐店的资本支出一般在 500 万元以上，主要用于房租、装修、设备、人员招募和流动资金。尽管餐饮本身是个现金流极佳的业态，但仅凭自身的资金积累依然很难支撑较快的开店速度。

融资能力是中国的餐饮企业的一个长期瓶颈。在直接融资方面，由于过去在采购和销售中存在种种不规范行为，餐饮企业要通过 IPO（特别是 A 股）融资的困难很大。VC 和 PE 等风险资本直到近几年才随着消费升级趋势的追逐而开始关注餐饮这条赛道。在间接融资方面，由于大多数餐饮企业并不拥有物业等可做抵押品的资源，因此在银行借贷上也屡屡碰壁。

### 云开雾散，曙光初现

我们承认，即使到达了相对成熟的发展阶段，中国餐饮市场的集中度也不会像美国市场那么高（以营收计算，麦当劳占据了美国餐饮市场 17% 的份额），这是中国多元化的餐饮文化所决定的。然而近三年来，我们目睹餐饮行业发生了许多积极的变化，种种信号表明，中国的餐饮市场格局有望进入一个新的发展阶段。

首先，餐饮市场巨大的吸引力正吸引越来越多的人加入，一批有能力的企业家逐步成长起来。虽然大多也没有光鲜亮丽的背景，如海底捞的张勇（技校毕业）和西贝的贾国龙（大学辍学）等，然而他们内心坚韧，志向远大，具有极强学习精神，在后续不间断深造过程中逐渐找到了理论和实践的融会贯通之路，终于脱颖而出。

其次，在向大量西方餐饮企业和鼎泰丰这样成功的中式餐饮企业借鉴学习之后，以海底捞为代表的不少企业在餐饮 SOP（Standard Operating Procedure）上获得进步，在海内外能成功展业 200-300 家餐厅的企业越来越多。更为重要的是，这些国内领军企业的经验正被更多的同业学习甚至进一步优化，行业内运营的平均水平不断得到提升。

再者，单品和餐饮平台的策略开始普及，餐饮从业者们开始领悟用不同的定位来设立产品线，用多品牌的手段降低消费者口味变迁的风险（fashion risk）。此外，随着餐饮逐步向大型购物中心、主题步行街等业态聚集，规模化、品牌化的餐饮企业正在开店选址和租金谈判中获得更大的话语权，行业领军企业近三年均发展迅猛，行业集中度出现提高的趋势。

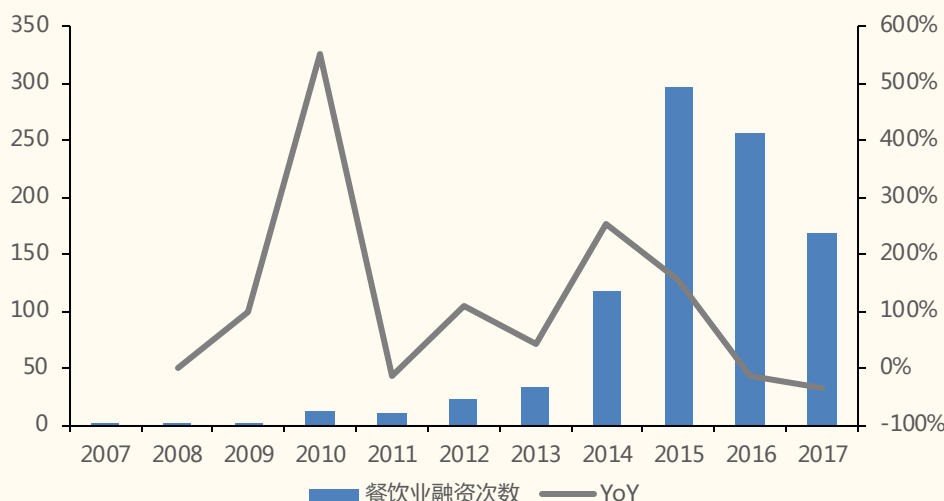
图表 15：近年崛起的餐饮单品品牌



来源：做客城市菜单，国金证券研究所

最后，风险资本开始加大对餐饮赛道的关注。在财税规范化和经营标准化的趋势下，VC/PE 开始积极参与餐饮行业的融资活动。据番茄资本的统计，2014 年共有 31 家机构参与餐饮行业的投资，2017 年则上升至 71 家。喜茶、鲍师傅、松哥油焖大虾等新兴品牌的背后无不闪现着风险资本的身影。

图表 16：风险资本在餐饮行业的投资数量趋势



来源：IT 桔子，国金证券研究所

## 海底捞的底气与机遇

一家优秀的企业往往能对一个行业产生巨大的影响。随着自身发展经历作为案例被写入商学院教科书，海底捞证明了自己对于提升整个中国餐饮行业的服务水准和管理水准起到了非常重要的作用。

在我们的研究过程中，发现海底捞具有不少非常有趣的特点，例如：

这是一家不靠口味取胜的餐饮企业。

这是一家不考核员工经营业绩的餐饮企业。

这是一家只依靠自身培养的员工来展业的餐饮企业。

.....

为什么海底捞能有这样的底气？海底捞是靠什么竞争力登上中国餐饮一哥的宝座？为什么说海底捞有机会成为餐饮紫海市场的领航者？

## 不神秘，但不易复制的核心竞争力

我们认为海底捞的核心能力在于一种平衡力，在“人治”和“法治”、“个性化”与“标准化”之间取得完美平衡的管理能力。这种能力重塑了餐饮企业中员工和老板的关系，企业和顾客的关系，从而帮助海底捞在竞争激烈的火锅市场中脱颖而出。

“人治”的本质是企业的文化与价值观，这也是海底捞与其他餐饮企业风格迥异的地方。张勇为人宽厚，但眼光长远，擅于洞悉人性。针对餐饮行业从

业者普遍面临的待遇差、工时长、不受尊重且没有长远发展空间的问题，海底捞从创业初期就提出了“把员工当家人看待”、“用双手改变命运”等价值主张，并且给与员工充分的信任与放权，终于让一批以传统标准看来“先天条件不足”的员工真正把在海底捞工作当做改变人生的机会，投入全部的激情与努力，跟随公司的发展而成长。很多餐饮企业都试图从海底捞挖人，但由于不能给予员工以主人翁和自我奋斗的心态，同样的人在不同的企业就不能发挥同样的作用。具有强烈辨识度的企业文化，是海底捞一直被模仿却从未被超越的根源所在，也是海底捞自有人才培养体系的基石。

“法治”的背后是制度和流程。在经营管理的实践中，规章制度往往被认为能保证一定质量，但也会压抑员工的主观能动性。不过在海底捞，规章制度是用来保证企业文化的落地实施，而不是对员工行为的刚性监督。举例而言，海底捞在好几年前就推行了极为细致的计件工资制度，确保前堂后堂不同工种的员工都能依靠自己的付出获得相应的回报。海底捞不考核门店财务指标，但却以“升迁考”和“师徒收入分成制”的方式考察顾客满意度、员工积极性和干部培养力度，确保师徒制传帮带过程中经验传承的质量。另一方面，为了避免“员工信任与授权”后权力被滥用，海底捞积累了成熟的监察流程，最大程度上避免“吃单”或者“随意送菜”等漏洞的发生。

众所周知，海底捞的核心优势不是口味而是服务，甚至从某种意义上来说，海底捞改变了中国餐饮业服务的标准。优质的服务能够超越顾客的期望，然而却并没有固定的标准。“对顾客微笑要露出四颗牙齿”之类的指引只是对服务本质的误读。海底捞差异化服务的实现是基于在提供良好的工作氛围基础上，激发员工自主创新的结果。因此，海底捞服务是发自内心的“个性化创新”的产物，其秘诀掌握在每一个员工手里。不过，在菜品质量与研发、会员营销体系和供应链效率管理等方面，海底捞则是推行自上而下的“标准化创新”：集中公司的整体资源，对于火锅产品口味改良、餐厨设备自动化、供应链仓储管理系统等进行研发突破后再规模化推广。“个性化”和“标准化”在餐饮业务不同环节的应用乃至融合，是海底捞在管理能力上领先同业的重要支撑。

图表 17：陪伴单身食客的玩具熊



来源：新浪新闻，国金证券研究所

图表 18：为顾客准备的婴儿床



来源：新浪新闻，国金证券研究所

图表 19: 店门口去衣服异味的烘干机



来源: 新浪新闻, 国金证券研究所

图表 20: 让排队候餐成为愉悦的体验



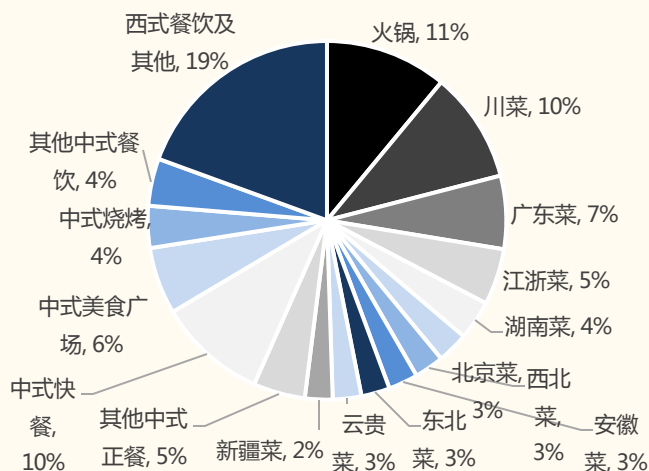
来源: 新浪新闻, 国金证券研究所

### 选对赛道, 发力奔跑

除了在实践中磨练出的核心竞争力之外, 海底捞的成功也要归因于上佳的成长机遇, 那就是快速发展的火锅市场。

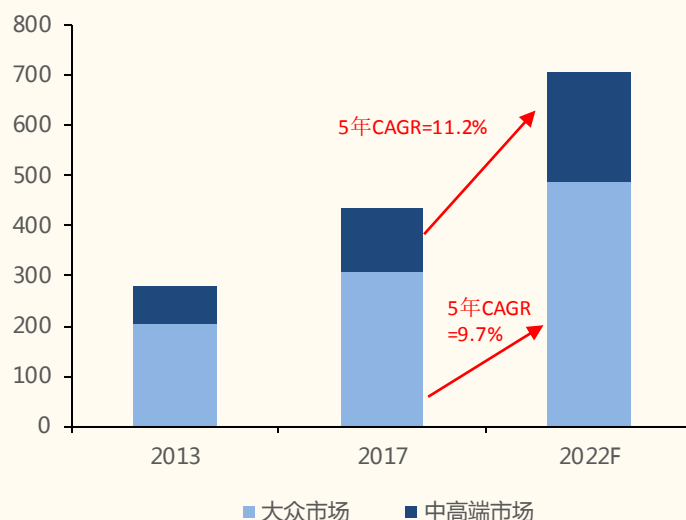
火锅凭借其独特的食用方式, 富含参与感、轻松感和团聚感的社交属性, 无论在高端市场还是低端市场都长期受到中国消费者的喜爱。根据 Frost & Sullivan 的数据, 2017 年中国火锅市场规模达 4362 亿元, 占餐饮市场规模的 11%, 预测 2018-2022 年火锅市场总收入的 CAGR 达 10.2%, 依然是中式餐饮中增速最快的品类。此外火锅不依赖厨师, 易标准化, 客单价也高, 是公认的餐饮优质赛道。由于大品类容易出大品牌, 火锅自然成为了中式餐饮中现象级龙头频出的子行业, 小肥羊、海底捞、呷哺呷哺都先后成为中国餐饮业的明星企业。

图表 21: 2017 年餐饮市场份额 (按收入规模)



来源: Frost & Sullivan, 国金证券研究所

图表 22: 中高端火锅市场增速将更快



来源: Frost & Sullivan, 国金证券研究所

火锅的细分品类丰富，在单品和融合性口味上可以不断创新，也容易跑出黑马。按地域分类，火锅包括了以涮羊肉为主的北方火锅，以麻辣出名的川味火锅，主打海鲜的粤系火锅等；按照食材分类，有主打鱼的鱼火锅，主打菌菇类食材的菌菇火锅等；冒菜、串串香等烹饪类火锅也涌现出了小郡肝等火爆品牌。如果按门店数规模排名，串串香以 4 万家门店的规模成为火锅第一大细分品类；如果按营收，则是以重庆火锅和四川火锅为代表的川式火锅市场份额第一，约占中国火锅餐厅市场的 64.2%。另外在火锅热的带动下，火锅外卖、方便自热小火锅等零售新物种也成了商家新的战场。海底捞在立足川味火锅慢餐的基础之上，正积极开拓冒菜和方便即食火锅等新品类，未来的成长空间依然很大。

图表 23：火锅谱系不完全统计

| 北方火锅     | 川派火锅   | 粤系火锅   | 云贵系火锅 | 江浙系火锅 | 其他地方特色火锅 | 海外火锅   |
|----------|--------|--------|-------|-------|----------|--------|
| 老北京铜锅涮肉  | 重庆火锅   | 港式海鲜火锅 | 菌菇火锅  | 菊花暖锅  | 海南椰子鸡火锅  | 印尼咖喱火锅 |
| 内蒙肥羊火锅   | 鱼头火锅   | 钙骨火锅   | 酸汤鱼火锅 | 三鲜暖锅  | 湘西狗肉火锅   | 日式火锅   |
| 东北酸菜白肉火锅 | 串串香火锅  | 粥底火锅   | 腊排骨火锅 | 什锦暖锅  | 湖北野味火锅   | 韩国石头火锅 |
| 山东肥牛火锅   | 土豆系列火锅 | 澳门豆捞火锅 | 黑山羊火锅 |       | 台湾涮涮锅    | 瑞士奶酪火锅 |
| 羊蝎子火锅    |        | 潮汕牛肉火锅 | 滇味火锅  |       |          |        |
|          |        | 猪肚鸡火锅  |       |       |          |        |

来源：美团点评，餐饮老板内参，国金证券研究所

图表 24：海底捞创意吃法短视频持续火热



来源：抖音，国金证券研究所

图表 25：方便即食火锅成为市场新热点



来源：天猫，国金证券研究所

## 火锅店的天花板在哪里？

我们携手新锐大数据公司造数科技尝试打造一个基于另类数据（Alternative Data）的量化框架来对海底捞进行深度分析。由于公司未来三年的主要增长动力还是来自于火锅店网络的扩张，我们需要解决的第一个问题就是中国市场究竟能容纳多少家海底捞火锅店？火锅慢餐的天花板在哪里？

我们的方法是利用数据手段分析目前海底捞餐厅布局，从而量化得出公司的开店策略，再结合餐厅运营上的特点和市场竞争格局，推演出火锅餐厅数量的上限。

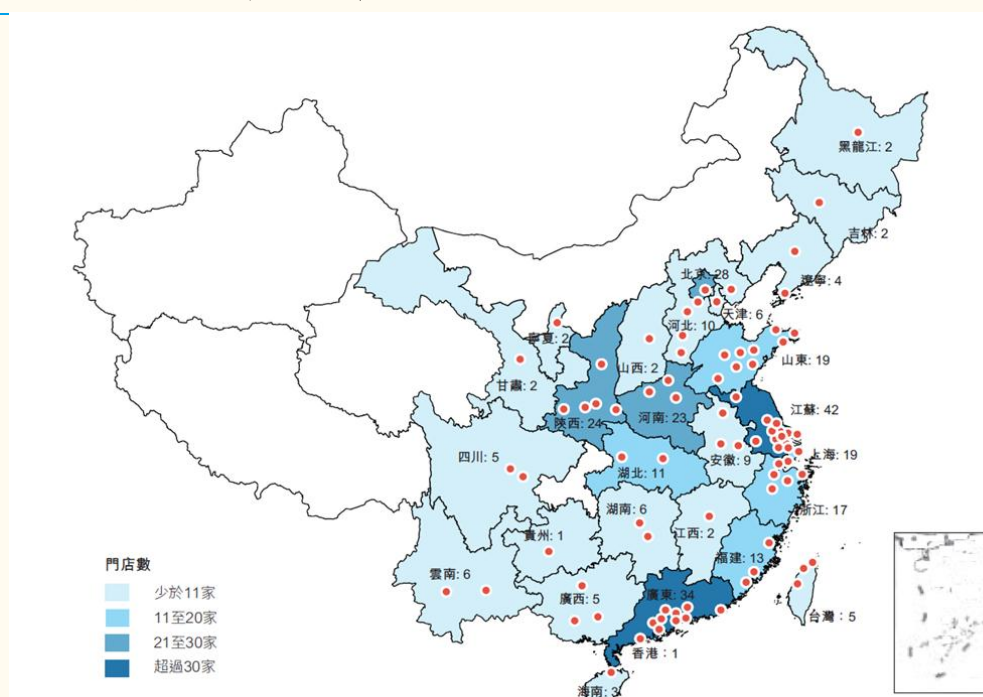
首先需要先对不同线城市做个分类。由于近年来由于中国各地的人口流向、经济发展和饮食文化差异加大，传统的城市分类并不适合目前的发展形势。因此我们引入了第一财经旗下新一线城市研究所的分类体系。新一线城市研究所依据品牌商业数据、互联网公司的用户行为数据及数据机构的城市大数据对中国 338 个地级以上城市每年做一个排名，主要以商业资源集聚度、城市枢纽性、城市人活跃度、生活方式多样性和未来可塑性为五大指标。以 2017 年结果为例，共分为 4 个一线城市，15 个新一线城市，30 个二线城市，70 个三线城市，90 个四线城市和 129 个五线城市。

接下来我们对于海底捞现有门店的选址做了量化分析，可以归纳得出：商圈流量、饮食口味和外来人口比重是影响海底捞开店选址的三个关键因素。

商圈流量是一个比较直观的结果。其中人口数量决定了一个城市开店数量的上限。一般海底捞餐厅周围 3 公里半径内的人口数量都在 20 万以上。海底捞极少开路边店（目前仅 22 家，占比 6.9%），大部分都开设在商业中心或者知名餐饮街内。但交通网络的便捷性对于选址影响也很大。在北方不少公共交通欠发达的城市中，餐厅门店均集中在中心区，然而受益于发达的轨道交通网络，上海的外环外，北京的六环外都能见到海底捞餐厅的身影。

饮食口味是另一个重要但是容易被忽略的因素。统计海底捞现有的门店布局，可以发现一个有趣的点：海底捞尽管做的是川味火锅，但基本不爱在口味嗜辣的地区开店。比如重庆的门店数是 0，四川仅 5 家，贵州 1 家，江西 2 家，湖南 6 家。我们认为，这是由于海底捞为了满足更大范围消费者，在火锅口味上做了改良，并融合进了很多港式火锅和地方特色火锅的特色（如肥牛和丸滑类菜品、番茄锅底和椰子鸡锅底等）。在火锅文化比较普及的川渝湘地区，一方面是竞争激烈，另一方面这样的融合口味往往被当地食客认为不够正宗，因此影响了海底捞的开店决策。

图表 26：海底捞现有门店分布



来源：公司招股书，国金证券研究所

外来人口数量对于一二线城市餐厅数量是一个影响力很大的因子。一般说来，外来人口数量多的城市饮食口味相对多元化，可以淡化菜系地域性对于餐厅跨区域拓展的限制。在四个一线城市中，上海外来常住人口最多，达到了 980.2 万；广州外来常住人口 533.9 万，是外来常住人口最少的一线城市（2017 年数据），总量上跟其他三个一线城市有较大的差距。从外来常住人口占比来看，深圳达 67.8%，占比最高。因此上海有 23 家海底捞餐厅，深圳有 18 家，而同属于华南区域的广州只有 7 家。

## 案例分析：海底捞开店策略

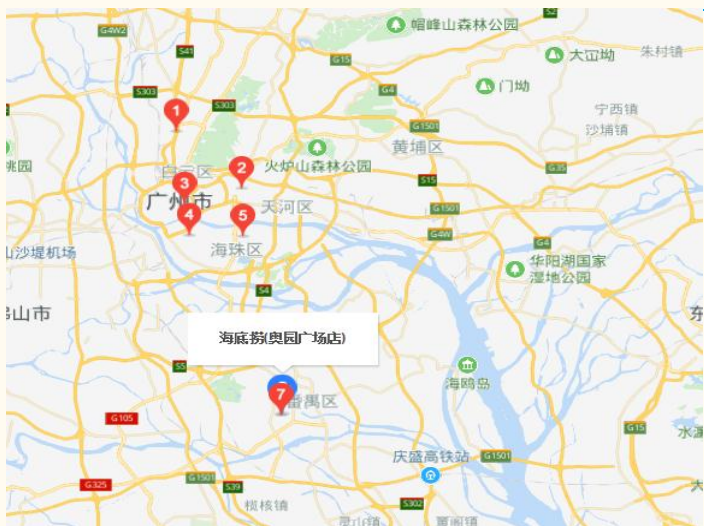
图表 27-30 给出了四个不同线城市海底捞餐厅的具体分布位置。

一线城市广州的 7 家店全部位于商业中心内。门店均位于几个人口数量较多的区域，除市中心外，也有地理位置优越的郊区番禺区。就门店密度而言，广州海底捞门店数/单店平均覆盖人群等指标较同属广东区域的深圳有较大的差距，可见广州地区清淡的饮食文化，相对于深圳较低的外来人口数量，对海底捞门店的拓展造成了一定程度上的限制。

新一线城市郑州是海底捞第一个异地拓展的城市。郑州常住人口 988 万人，共设 6 个市辖区，1 个县，5 个代管县级市。海底捞门店选址均位于中心城区，在经济最发达的金水区拥有 7 家门店；另外在新规划建设中的郑东新区则有 4 家门店。交通网络系统对门店选址的影响非常大：郑州最新门店数 22 家，以郑州客运南站，郑州客运北站为南北界，地铁一号线为东西界，海底捞郑州门店均分布在此区域内，且明显地呈沿地铁/交通主干道分布趋势。

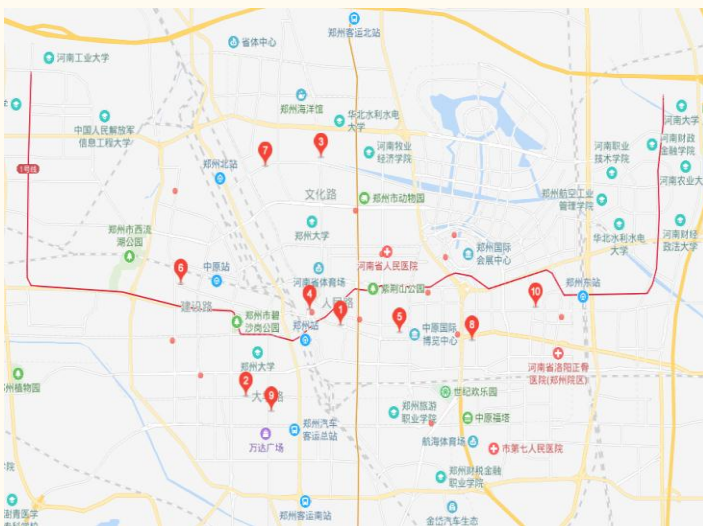
一线和新一线以外的城市中，海底捞选址考虑的因素会简单很多，以中心区核心商圈为主。举例而言，二线城市石家庄，常住人口 1088 万，下辖 8 个区、11 个县，代管 3 个县级市。目前共有 4 家门店，集中在二环以内，沿交通主干道/地铁 1 号线分布。三线城市扬州西接镇江、南京，东连泰州，常住人口 451 万，下辖 3 个市辖区，2 个县级市，1 个县，目前共有 3 家门店均分布在市中心邗江区。

图表 27：广州海底捞门店分布



来源：高德地图，国金证券研究所

图表 28：郑州海底捞门店分布



来源：高德地图，国金证券研究所

图表 29：石家庄海底捞门店分布



来源：高德地图，国金证券研究所

图表 30：扬州海底捞门店分布



来源：高德地图，国金证券研究所

根据量化得出的开店策略，我们建模推演了海底捞在国内开店的数量上限。结合城市分级体系，我们以人口数量、人口流量、交通结构、商圈布局、饮食习惯为主要因子，计算得出海底捞在国内餐厅布局的理论最大数为 873 家，和目前 339 家相比还有 1.6 倍的增长空间。从结构来看，一线和新一线开店的理论饱和度分别达到了 61%和 52%，未来门店主要的增长空间在于二三线及以下城市。从同业的情况来看，历史上小肥羊餐厅数量最高达到过 721 家（后因加盟店管理不善而逐步下滑），呷哺呷哺在 2017 年底的餐厅总数也达到了 738 家。

图表 31：我们测算的海底捞国内开店上限数

|     | 城市  | 现有门店数 | 预测门店数上限 | 现有/预测上限 |
|-----|-----|-------|---------|---------|
| 一线  | 4   | 83    | 135     | 61%     |
| 新一线 | 15  | 122   | 237     | 52%     |
| 二线  | 30  | 81    | 243     | 33%     |
| 三线  | 70  | 46    | 184     | 25%     |
| 四线  | 90  | 6     | 50      | 12%     |
| 五线  | 129 | 1     | 24      | 4%      |
| 合计  |     | 339   | 873     | 39%     |

来源：公司官网，国金证券研究所

海外市场也是未来海底捞布局发展的重要一环。根据公司官网数据，目前公司已经在美国、日本、韩国、新加坡、中国香港和中国台湾一共开设了 40 家餐厅，大多运营良好。我们根据全球各国华人分布数量等因子测算，海底捞在海外市场潜在的门店数量上限约为 136 家。

**图表 32：我们测算的海底捞海外开店上限数**

|         | 现有门店      | 预测门店数上限    | 现有/预测上限    |
|---------|-----------|------------|------------|
| 香港      | 2         | 7          | 28%        |
| 台湾      | 9         | 21         | 43%        |
| 日本      | 4         | 7          | 59%        |
| 韩国      | 6         | 8          | 75%        |
| 新加坡     | 11        | 17         | 65%        |
| 东南亚其他国家 | 0         | 24         | 0%         |
| 美国      | 8         | 25         | 32%        |
| 加拿大     | 0         | 10         | 0%         |
| 澳大利亚    | 0         | 6          | 0%         |
| 欧洲      | 0         | 12         | 0%         |
|         | <b>40</b> | <b>136</b> | <b>29%</b> |

来源：公司官网，国金证券研究所

综合而言，我们认为就火锅慢餐的业务而言，海底捞在国内外的理论最优开店数量上限为 1009 家。尽管在实际的展业过程中，影响开店策略的因素还有很多，但火锅行业的市场空间依然为海底捞未来三年的快速发展奠定了基础。

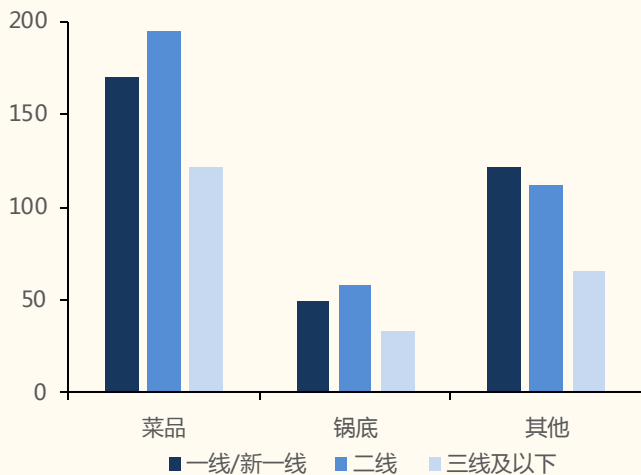
## 怎样开火锅店最赚钱？

接下来我们从菜品策略、定价策略和成本策略的角度建立火锅店的量化单店模型，以此来判断不同线城市海底捞门店的表现情况和未来收入及利润率变化趋势。

海底捞在不同线城市的菜品种类数量是有差异的。从我们抓取的数据来看，二线城市店的菜品和锅底品种超过了一线城市店，我们认为主要是针对二线城市的饮食习惯和较复杂的竞争环境。在一线城市中，海底捞的品牌和特色已经深入人心，因此菜品体系上开始适当精简集中，主打特色单品。三线及以下的城市中，由于店面面积和人流量均不如头部城市，因此菜品的选择相对较少，以追求效率。

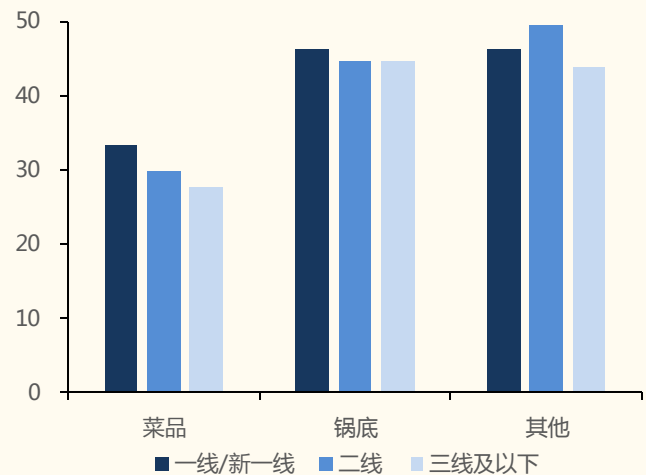
海底捞的定价策略则是经过精心优化的。具体来说，火锅菜品的价格跟随各地消费物价的不同，在一线到三线城市中呈现逐步降低的态势（例如招牌的捞派千层毛肚在三线店比一线店便宜 21%，二线店比一线店便宜 13%）。但是通过锅底、主食和饮料等品类价格和品种的调整（例如三线店的山楂乌梅汁比一线店贵 11%，四线店的香甜玉米烙比一线店贵 29%等），海底捞可以拉高在低线城市的客单价。这也是海底捞在不同线城市的客单价总体差异不大的原因。

图表 33: 海底捞门店菜品数量 (种)



来源: 国金证券研究创新中心, 造数科技

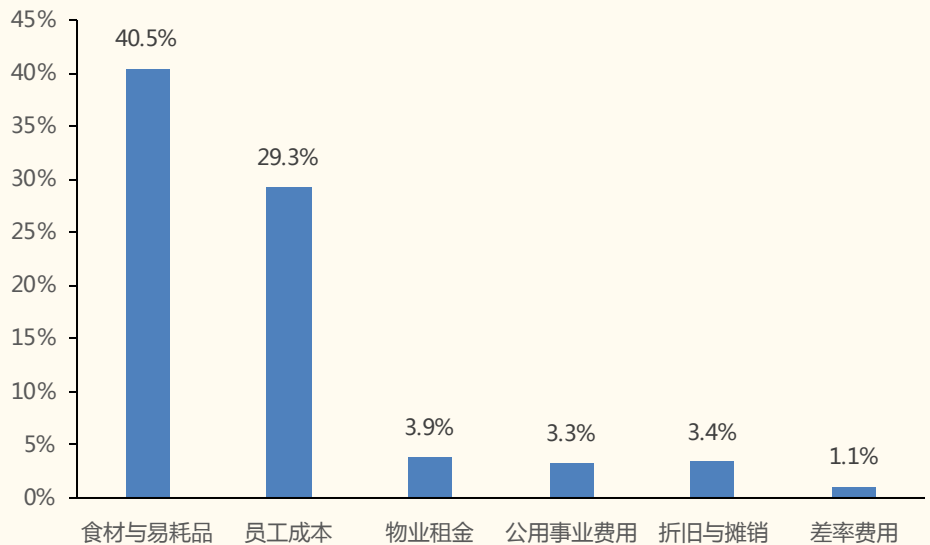
图表 34: 海底捞门店平均价格 (元)



来源: 国金证券研究创新中心, 造数科技

海底捞的成本结构和其他餐饮企业类似, 以食材、人力成本、房租、公用事业费和固定资产的折旧摊销为主。其中食材加上人力成本合计占 2017 年总营收的 69.9%, 从我们的调研情况来看, 这个比例远超行业平均水平。一个原因是门店很多菜品送赠营销行为被归入了食材成本, 另一个原因是在计件制的薪酬体系下, 海底捞员工的收入要高于同业。我们相应构建了海底捞各线门店的成本模型。

图表 35: 海底捞各项成本占营收比例 (2017 年数据)



来源: Wind, 国金证券研究所

**图表 36：海底捞成熟门店成本模型**

|                             | 一线           | 二线           | 三线           |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>1. 食材成本 (万元/年)</b>       | <b>2,167</b> | <b>2,251</b> | <b>1,662</b> |
| 食材占比                        | 39.0%        | 40.0%        | 42.0%        |
| <b>2. 人员编制</b>              | <b>150</b>   | <b>130</b>   | <b>110</b>   |
| 前堂服务员比例                     | 35.0%        | 38.0%        | 40.0%        |
| 后堂员工比例                      | 65.0%        | 62.0%        | 60.0%        |
| 前堂服务员薪酬+计人 (万元/月)           | 16           | 14           | 9            |
| 2.1 前堂-桌位服务生 (万元/月)         | 0.5          | 0.5          | 0.4          |
| 2.2 前堂-非桌位服务生 (万元/月)        | 0.4          | 0.4          | 0.3          |
| 2.3 后堂-计件 (万元/月)            | 0.5          | 0.5          | 0.4          |
| 2.4 管理-经理级别 6 人轮值           | 1.3          | 1.2          | 1.0          |
| 2.4 管理-店长薪酬+计件 (万元/月)       | 3.0          | 2.5          | 2.0          |
| <b>合计员工薪酬 (万元/年) 包括险金</b>   | <b>1,427</b> | <b>1,206</b> | <b>805</b>   |
| <b>3. 租金 (万元/年)</b>         | <b>337</b>   | <b>205</b>   | <b>108</b>   |
| 面积 (平米)                     | 1,100        | 950          | 750          |
| 每平方米租金 (元/日)                | 9            | 6            | 4            |
| <b>4. 折旧费用 (万元/年)</b>       | <b>216</b>   | <b>192</b>   | <b>160</b>   |
| 折旧年限 (年)                    | 5            | 5            | 5            |
| 装修成本 (含新风系统) (元/平米)         | 8,000        | 8,000        | 8,000        |
| 装修总费用 (万元)                  | 1,080        | 960          | 800          |
| <b>5. 水电 (万元/年)</b>         | <b>194</b>   | <b>197</b>   | <b>139</b>   |
| 水电占比                        | 3.5%         | 3.5%         | 3.5%         |
| <b>6. A 类考核下累计提成 (万元/年)</b> | <b>23</b>    | <b>25</b>    | <b>14</b>    |
| 店长 OP 提成 (万元/年)             | 34           | 44           | 30           |
| 店长师傅 OP 提成 (万元/年)           | 43           | 55           | 38           |

来源：国金证券研究所

综合收入端和成本端的测算，我们对海底捞在一二三线城市的门店分别做了单店盈利模型。从结果来看，二线城市的门店所面临的竞争环境较宽松，因此拥有最高的翻台率和较高的客单价，整体盈利能力最强。三线城市店尽管客流量要低于一二线城市，但由于主要获取的是头部客户，客单价不低而且综合成本较低，因此在成熟阶段的三线城市店也有接近二线城市店利润率。不过，三线城市店的经营受宏观环境影响更大，前期的投入回报周期也要比二线城市长。一线城市店有最高的客单价和较高的翻台率，但成本端的压力明显最大（主要是人工成本和房租差距明显），综合来看盈利能力不如二三线城市门店。由于未来海底捞开店的核心方向是从一线向二三线城市下沉，我们判断公司成熟门店盈利能力还有提升的空间。

**图表 37: 海底捞一线城市门店回报周期模型**

| 开业月份          | 1     | 2   | 3   | 4    | 5    | 6    | 7    | 8    | 9    | 10   | 11   | 12   | 13   |
|---------------|-------|-----|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 有效座位数(个)      | 328   | 328 | 328 | 328  | 328  | 328  | 328  | 328  | 328  | 328  | 328  | 328  | 328  |
| 翻台率(次/天)      | 2     | 3   | 3   | 3    | 4    | 4    | 4    | 4    | 5    | 5    | 5    | 5    | 5    |
| 客单价(元)        | 101   | 101 | 101 | 101  | 101  | 101  | 101  | 101  | 101  | 101  | 101  | 101  | 101  |
| 单月营收(万元)      | 199   | 298 | 298 | 298  | 397  | 397  | 437  | 437  | 477  | 477  | 477  | 477  | 477  |
| 累计营收(万元)      | 199   | 497 | 795 | 1093 | 1490 | 1887 | 2324 | 2761 | 3238 | 3715 | 4192 | 4668 | 5145 |
| 总成本(万元)       | 242   | 281 | 281 | 281  | 323  | 323  | 344  | 344  | 377  | 377  | 377  | 377  | 377  |
| 食材(万元)        | 79    | 119 | 119 | 119  | 159  | 159  | 175  | 175  | 191  | 191  | 191  | 191  | 191  |
| 人工(万元)        | 105   | 105 | 105 | 105  | 107  | 107  | 112  | 112  | 129  | 129  | 129  | 129  | 129  |
| 租金(万元)        | 26    | 26  | 26  | 26   | 26   | 26   | 26   | 26   | 26   | 26   | 26   | 26   | 26   |
| 水电(万元)        | 15    | 15  | 15  | 15   | 15   | 15   | 15   | 15   | 15   | 15   | 15   | 15   | 15   |
| 折旧(万元)-非现金项   | 17    | 17  | 17  | 17   | 17   | 17   | 17   | 17   | 17   | 17   | 17   | 17   | 17   |
| 单月利润(万元)      | -43   | 17  | 17  | 17   | 74   | 74   | 93   | 93   | 99   | 99   | 99   | 99   | 99   |
| 餐厅层面利润率       | -22%  | 6%  | 6%  | 6%   | 19%  | 19%  | 21%  | 21%  | 21%  | 21%  | 21%  | 21%  | 21%  |
| 现金角度-累计利润(万元) | -26   | 7   | 40  | 73   | 164  | 255  | 364  | 473  | 589  | 706  | 822  | 938  | 1054 |
| 装修总费用(万元)     | -1000 |     |     |      |      |      |      |      |      |      |      |      | pbp  |

来源: 国金证券研究所

**图表 38: 海底捞二线城市门店回报模型**

| 开业月份          | 1    | 2   | 3   | 4    | 5    | 6    | 7    | 8    | 9    | 10   | 11   | 12   |
|---------------|------|-----|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 有效座位数(个)      | 312  | 312 | 312 | 312  | 312  | 312  | 312  | 312  | 312  | 312  | 312  | 312  |
| 翻台率(次/天)      | 2    | 3   | 3   | 4    | 4    | 5    | 5    | 5    | 5    | 5    | 5    | 5    |
| 客单价(元)        | 95   | 95  | 95  | 95   | 95   | 95   | 95   | 95   | 95   | 95   | 95   | 95   |
| 单月营收(万元)      | 177  | 266 | 266 | 355  | 355  | 443  | 443  | 443  | 443  | 470  | 470  | 470  |
| 累计营收(万元)      | 177  | 443 | 710 | 1064 | 1419 | 1863 | 2306 | 2750 | 3193 | 3663 | 4133 | 4603 |
| 总成本(万元)       | 204  | 240 | 240 | 281  | 281  | 324  | 324  | 324  | 324  | 344  | 344  | 344  |
| 食材(万元)        | 73   | 109 | 109 | 145  | 145  | 182  | 182  | 182  | 182  | 193  | 193  | 193  |
| 人工(万元)        | 85   | 85  | 85  | 90   | 90   | 96   | 96   | 97   | 97   | 106  | 106  | 106  |
| 租金            | 16   | 16  | 16  | 16   | 16   | 16   | 16   | 16   | 16   | 16   | 16   | 16   |
| 水电(万元)        | 14   | 14  | 14  | 14   | 14   | 14   | 14   | 14   | 14   | 14   | 14   | 14   |
| 折旧            | 15   | 15  | 15  | 15   | 15   | 15   | 15   | 15   | 15   | 15   | 15   | 15   |
| 单月利润(万元)      | -27  | 26  | 26  | 73   | 73   | 120  | 120  | 119  | 119  | 126  | 126  | 126  |
| 餐厅层面利润率       | -15% | 10% | 10% | 21%  | 21%  | 27%  | 27%  | 27%  | 27%  | 27%  | 27%  | 27%  |
| 现金角度-累计利润(万元) | -11  | 30  | 71  | 160  | 248  | 383  | 519  | 653  | 787  | 928  | 1069 | 1210 |
| 装修总费用(万元)     | -920 |     |     |      |      |      |      |      |      |      |      | pbp  |

来源: 国金证券研究所

**图表 39: 海底捞三线城市门店回报模型**

| 开业月份          | 1    | 2    | 3   | 4   | 5   | 6    | 7    | 8    | 9    | 10   | 11   | 12   | 13   |
|---------------|------|------|-----|-----|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 有效座位数(个)      | 240  | 240  | 240 | 240 | 240 | 240  | 240  | 240  | 240  | 240  | 240  | 240  | 240  |
| 翻台率(次/天)      | 1    | 2    | 3   | 3   | 3   | 4    | 4    | 4    | 4    | 4    | 5    | 5    | 5    |
| 客单价(元)        | 97   | 97   | 97  | 97  | 97  | 97   | 97   | 97   | 97   | 97   | 97   | 97   | 97   |
| 单月营收(万元)      | 70   | 139  | 209 | 209 | 209 | 279  | 279  | 279  | 307  | 307  | 328  | 328  | 328  |
| 累计营收(万元)      | 70   | 209  | 418 | 627 | 837 | 1115 | 1394 | 1673 | 1980 | 2287 | 2614 | 2942 | 3269 |
| 总成本(万元)       | 123  | 153  | 183 | 183 | 183 | 213  | 215  | 216  | 228  | 232  | 241  | 241  | 241  |
| 食材(万元)        | 30   | 60   | 90  | 90  | 90  | 120  | 120  | 120  | 132  | 132  | 141  | 141  | 141  |
| 人工(万元)        | 62   | 62   | 62  | 62  | 62  | 62   | 64   | 64   | 64   | 69   | 69   | 69   | 69   |
| 租金            | 9    | 9    | 9   | 9   | 9   | 9    | 9    | 9    | 9    | 9    | 9    | 9    | 9    |
| 水电(万元)        | 10   | 10   | 10  | 10  | 10  | 10   | 10   | 10   | 10   | 10   | 10   | 10   | 10   |
| 折旧            | 13   | 13   | 13  | 13  | 13  | 13   | 13   | 13   | 13   | 13   | 13   | 13   | 13   |
| 单月利润(万元)      | -54  | -14  | 26  | 26  | 26  | 66   | 64   | 63   | 79   | 75   | 87   | 87   | 87   |
| 餐厅层面利润率       | -77% | -10% | 12% | 12% | 12% | 24%  | 23%  | 23%  | 26%  | 24%  | 26%  | 26%  | 26%  |
| 现金角度-累计利润(万元) | -41  | -42  | -4  | 35  | 73  | 151  | 228  | 304  | 396  | 483  | 583  | 682  | 781  |
| 装修总费用(万元)     | -760 |      |     |     |     |      |      |      |      |      |      |      | pbp  |

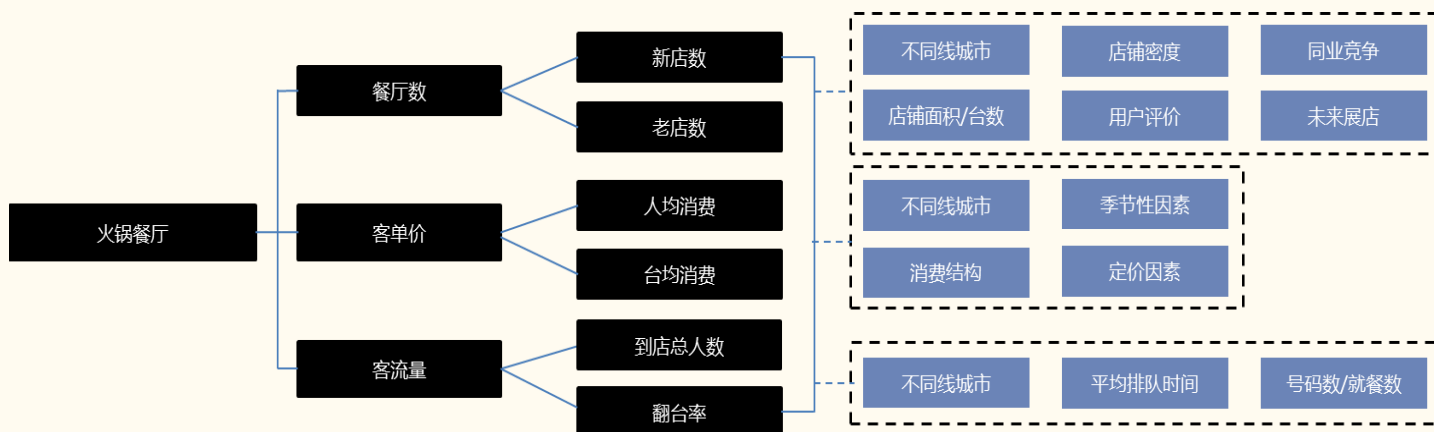
来源: 国金证券研究所

## 火锅店业务该怎么追踪？

单店模型可以帮助我们把握海底捞业务的长期发展趋势。我们进而利用另类数据设计了一个火锅业务的运营监控体系，以此来对我们的单店模型和盈利预测做跟踪和校验。

如图表 40，我们把火锅店业务的各个核心要素做了拆解。可以看出，餐厅数、客流量和客单价是影响海底捞餐厅业务的三个基本因子。在前面开店策略的分析中，我们完成了餐厅数量的模型。在这里，我们要构建客流量和客单价的跟踪指标。

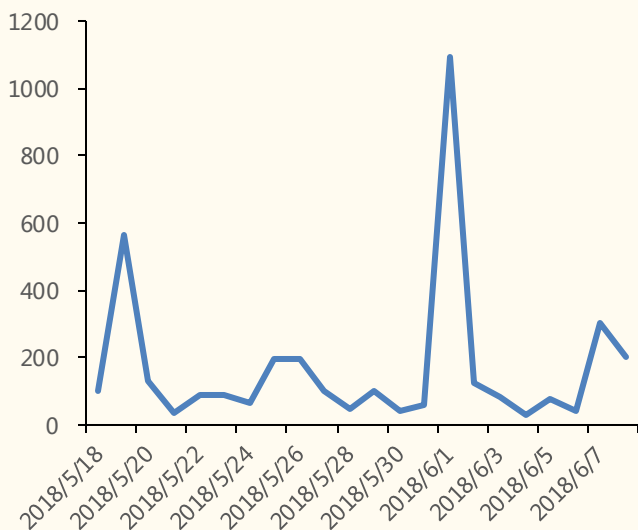
图表 40：海底捞火锅业务营收分解



来源：国金证券研究所

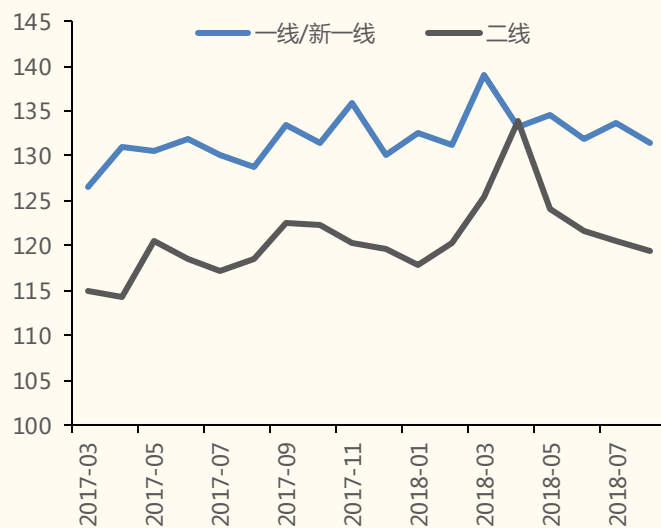
在客流量方面，我们以海底捞各门店面积、餐桌数量和商圈流量等参数来建模计算就餐人数。在客单价方面，我们以数据爬虫为主要方法来计算各线城市门店的消费水平。此外，我们还引入了大众点评网的评分和舆情体系，从环境、服务、口味三方面的正负向点评角度来监测海底捞顾客的就餐反馈情况及口碑变化趋势。

图表 41：海底捞餐厅客流量指数（数据节选）



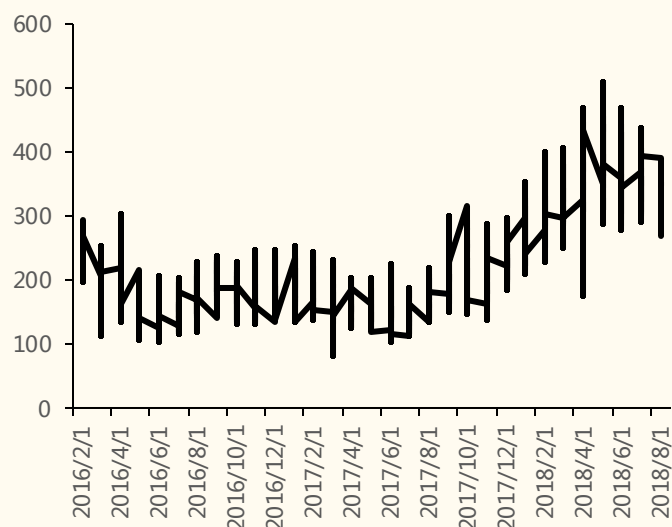
来源：国金证券研究创新中心，造数科技

图表 42：海底捞餐厅人均消费监测数据节选（元/人）



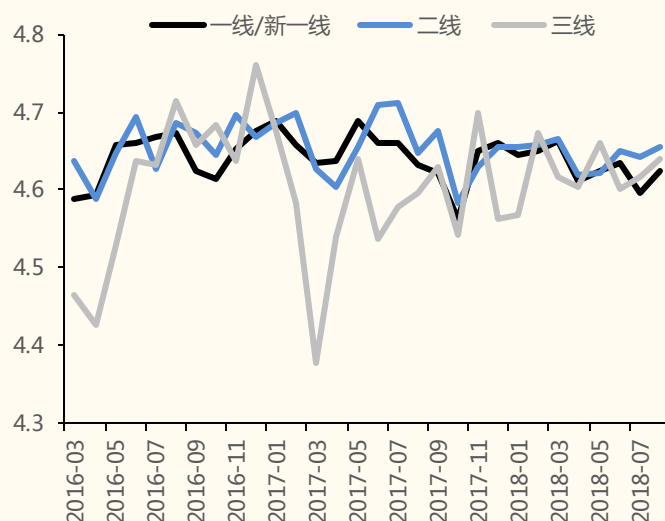
来源：国金证券研究创新中心，造数科技

图表 43: 海底捞每日新增点评数



来源: 国金证券研究创新中心, 造数科技

图表 44: 海底捞点评总评分趋势



来源: 国金证券研究创新中心, 造数科技

随着高频数据的逐步积累, 我们将会对海底捞各级分店的运营情况有更深刻的理解。同时我们也将对火锅行业的其他主要品牌展开监测, 以完成对整个火锅市场的数据覆盖。

## 火锅店之后会是什么?

如前所述, 门店数量的快速扩张是海底捞未来 3-5 年利润与现金流增长的主要引擎。然而, 线下门店数量毕竟是有上限的。那么从中长期来看, 火锅慢餐之后海底捞的增长动力来自哪里?

战略的选择其实并不复杂。我们认为, 海底捞如果要想巩固在中国餐饮行业的领导地位, 获取 5% 以上的市场份额, 未来有两条道路可以去尝试。

**第一条路是纵向产业链延伸, 凭借自身领先的标准化能力拓展 2B 业务, 为其他餐饮企业提供整合的产品与供应链服务, 从一个餐饮企业迈向一个赋能型餐饮服务平台。**

中式餐饮品牌鼎泰丰有一句著名的口号: “我们不是只比好吃, 我们比的是任何时间出来的品质都一致”。的确, 标准化是餐饮企业发展壮大过程中绕不过去的一个坎, 也是中国大量中小餐饮企业的核心痛点。由于中国餐饮行业集中度开始出现提高的趋势, 行业龙头初步成型, 我们看到在产品、服务、供应链等各个环节, 大型连锁企业和中小企业的差距在不断扩大。

另一方面, 中国市场缺乏在开店展业、运营管理、人力资源和供应链支持方面的专业供应商, 海底捞和西贝等行业龙头都选择了自建运营支撑体系。随着业务的快速成长和向鼎泰丰等先进企业的不断学习, 中国餐饮龙头的标准化能力已日趋完善, 而这些能力终将逐步开始对外输出。

## 案例分析：鼎泰丰的中式餐饮标准化之路

鼎泰丰是以小笼包闻名全球的中式餐饮品牌，总部位于台北市。在 1972 年创立初期，鼎泰丰和许多家族式餐饮企业一样，守着一家店铺精耕细作。1995 年二代掌门人杨纪华接棒后，开始以精密制造业思维全面提升产品和服务的标准化水平，并以特许加盟的方式开始全球化拓展。目前，鼎泰丰在全球 14 个国家或地区拥有 149 家门店，保持着一家店最高一天翻台 19 次的记录。

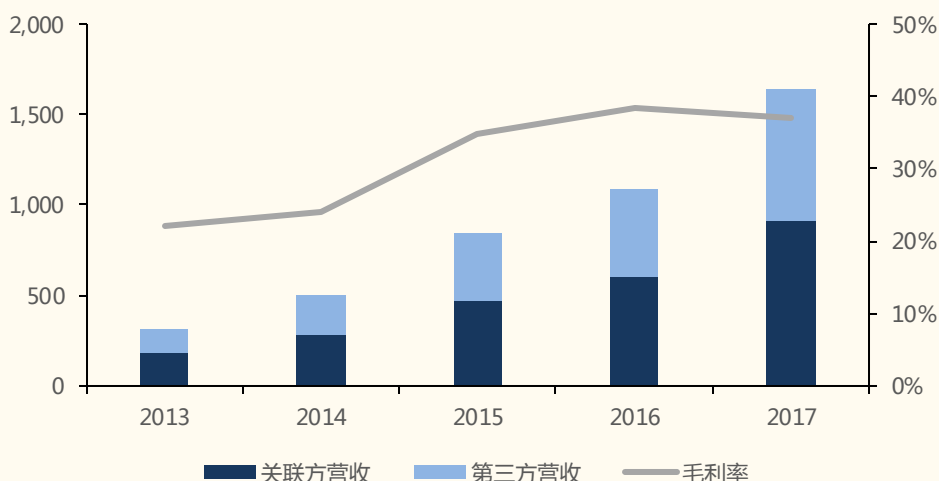
鼎泰丰堪称中式餐饮标准化的鼻祖，第一个采用科学量化体系把中式面点的“制作过程”转变为“制造流程”，把点心师傅们的经验转化成数字。例如规定小笼包剂子为 5 克，擀皮直径 6.5 厘米，表皮制作为 18 褶，酱醋蘸料比例为 1:3；鸡汤以温度计测温确保 85 度；不同季节的蔬菜明确规定取多少片叶子，多长的茎，烹炒几秒钟；店内还会采用独家的电脑系统监控炉灶蒸煮点心的进度。在台湾早期缺乏配套供应链企业的年代，鼎泰丰即开始自建中央厨房和物流体系。2011 年开始，鼎泰丰全面利用大数据分析技术，以数据思考的方式来持续改善产品制作和餐厅运营的效率。

鼎泰丰以“微笑文化”为基础形成了独树一帜，有温度又不过度的服务风格。杨纪华认为服务是品牌链接顾客情感的过程，把服务看做是一种演出，以“温度、态度和速度”为原则，把服务做在顾客提出需求之前。为了提升服务的平均水准，鼎泰丰高度重视人才的价值，为员工制定了优厚的激励制度。人力成本一般占到总成本的 30-40%，在台湾地区的门店甚至可以达到 50%。

鼎泰丰的全球布局是采用特许区域经营权的连锁加盟模式。为了保证品质和服务的一致性，杨纪华对于加盟商的资质审核有着很高的要求，并且制定出一套包含从产品研发到品牌服务的 SOP、人才培养机制和品质管控在内的整套品牌输出方案。通过合理的利益分享，鼎泰丰与各地加盟伙伴实现了共同创新，让品牌产生跨区域的影响。

海底捞体系内的供应链企业包括负责加工类食材和相关仓储运输的蜀海集团、负责火锅锅底和加工产品的颐海国际（1579 HK）、负责羊肉采购的扎鲁特旗海底捞、负责开店装修的蜀韵东方和负责人力资源的微海咨询。随着这些供应链公司的不断发展，对外部客户的销售也相应上升。从颐海国际的数据来看，2013-17 年的来自海底捞之外第三方客户的营收 CAGR 达到 52.5%。2017 年第三方客户的营收占比达到了 45.2%，1H18 更是上升到 46.9%。

图表 45：颐海国际的营收与毛利率趋势



来源：Wind，国金证券研究所

与其他餐饮企业不同的是，海底捞在注重产品和服务水准提升的同时，也极为重视通过技术创新来提升效率和标准化能力。通过过去三年的持续投资，海底捞已经陆续推出智能点餐系统和沉浸式就餐环境（如智能餐桌），并用

友合作的 SAAS 系统完善会员体系，通过用户画像和个人喜好信息等为顾客提供“千人千味”的定制化火锅体验。此外，海底捞正在研发的智能厨房设施和食材库存的追溯管理系统等也将为门店降本增效。我们认为，在技术创新方面前瞻性的投资将有助于海底捞保持就餐体验方面的领先地位，并通过技术输出切入更广阔的餐饮细分市场。

图表 46：海底捞的智能餐桌系统



来源：餐饮新纪元，国金证券研究所

根据餐厅运营成本结构的测算，我们认为餐饮运营服务和支撑产业的规模在中国也将达到 2 万亿（以食材采购和人力资源服务为最主要部分）。如果持续推动体系内相关供应链和服务公司的发展，并陆续整合进入上市公司或单独分拆资本化，海底捞有机会成为一家大型的垂直整合的餐饮产业链服务企业。

**第二条路是横向延伸 2C 业务，切入更多的菜系品类推出更多的品牌，发展成为一个综合性的餐饮品牌平台。**中国餐饮文化的丰富多彩全世界闻名，尽管从菜系的角度来看格局稳定，但是各个细分市场的演变和创新无时无刻不在发生。由于消费者的口味偏好经常变换，餐饮从业者面临的压力越来越大，品牌的生命周期有逐渐变短的趋势。要熨平这样的风险，搭建一个跨菜系的多品牌餐饮平台无疑是最好的选择，同时也具备了可持续发展的潜力。

只要拥有餐饮运营和品牌营销的核心能力，餐饮企业扩张的空间可以非常有想象力，香港老牌餐饮龙头美心集团就是最好的例子。展望未来，中国企业的多元化品牌平台之路非常宽广。

## 案例分析：令人惊叹的美心餐饮帝国

美心集团是香港最大的综合性餐饮集团，1956 年由伍氏兄弟创立。美心早年以高级西餐厅和咖啡室在香港立足，并凭借 1971 年大获成功的翠园餐厅进军中餐业务。1972 年英国怡和集团以旗下核心商圈的商铺换购美心 50% 股份，但伍家依然保持公司的经营决策权。自此美心进入发展的快车道，不但开设了一系列粤、沪、京、川、湘、淮扬特

色中式酒楼，更切入了日本料理、西餐、东南亚菜、融合菜乃至快餐、面包房等领域。1999 年美心还出手拿下星巴克在香港和澳门的特许经营权。

美心的餐饮帝国到底有多强大？尽管主要业务只覆盖港澳地区几百万人口，2017 年美心集团营收达到 22 亿美金，同比增长 11%，目前共拥有超过 80 个餐饮品牌，员工 27000 人。我们查看了不少香港的一线大型购物商场，发现来自于美心集团的品牌可以占据超过 50% 的餐厅、咖啡店和面包房等。

美心的核心竞争力来自于对当地食客“挑剔善变”需求的深刻理解和运营上的灵活与创新。在保持纯正中式饮食传统的同时，美心一直积极拓展副牌引领美食潮流，并不断引入“元气寿司”、“COVA”、“一风堂”等海外人气品牌的特许经营权，以此来吸引香港这个美食天堂里年轻消费者的多元化需求，延缓主品牌的老化。在 80 多个品牌齐头并进的背后，则是美心对于产品品质和连锁经营的深刻理解。回顾美心 60 多年的历史，遭遇失败的品牌还不到 5 个。此外，美心在运营上首创了把高级餐厅引入商场高层、在地铁沿线大量开设面包房等举措，成为同业竞相模仿的对象。

美心集团的成功，向中国大陆的餐饮企业们展示了餐厅跨菜系、无边界拓展的可能性。

海底捞横向拓展品类还具有一个天然的优势，那就是火锅菜系本身就有很好的延伸性。串串香、冒菜、麻辣烫、钵钵鸡等丰富的变种覆盖了从高端到低端，从慢餐到快餐的所有细分市场。海底捞也在积极尝试火锅慢餐以外的细分品类。公司从 2012 年开始孵化 U 鼎冒菜项目，并于 2017 年 4 月成功挂牌新三板。我们预期，未来海底捞会继续采用直接孵化或股权投资的方式加大在菜系品类方面的拓展。

图表 47: 火锅菜系丰富多彩



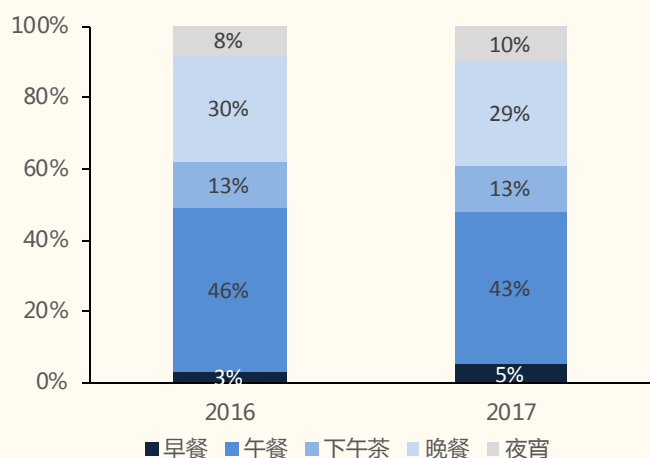
来源：餐饮老板内参，国金证券研究所

我们特别期待海底捞由慢餐向快餐演进，因为这意味着公司在外卖市场突破的可能性。前面提到中国餐饮市场 4 万亿的规模并不包括外卖。由于外卖是就餐模式的再创新，所以在不影响线下店面经营的同时，外卖可以有效提升后厨利用率和餐厅的营业时长，对于餐饮企业而言是 100% 的增量业务。从美团

和饿了么等外卖企业的发展速度来看，外卖正成为一种新的餐饮消费习惯。我们判断未来五年内外卖业务的规模将突破 1 万亿元（日均 1 亿单，客单价 25-30 元）。

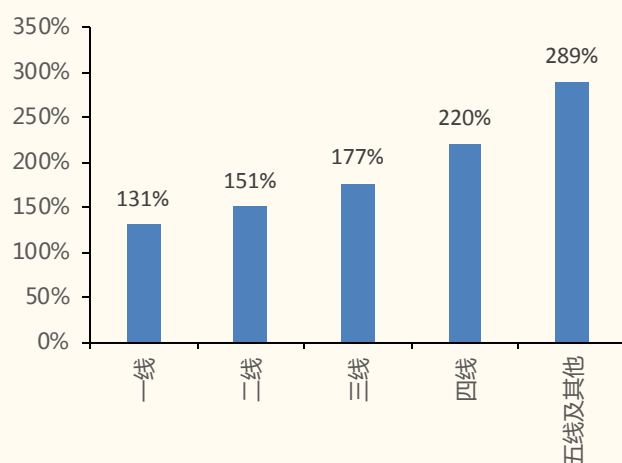
海底捞将其特色服务融入火锅外卖业务中，非常有亮点也赢得了很高的关注度。但是由于火锅本身不是特别适合外卖业态，如果要体验特色服务又会额外增加人工成本，海底捞的外卖业务始终处于“叫好不叫座”的状态，2017 年占总营收比例仅 2.1%，1H18 则下滑到 1.8%。然而，冒菜、串串香、麻辣香锅等都是高频低价适合外卖业务的品类，一旦海底捞能够在高频次火锅菜系中打开局面，将有效拉动营收的内生增长。

图表 48：餐饮外卖订单时间段向两端延伸



来源：美团点评研究院，国金证券研究所

图表 49：2017 年三四线城市外卖订单增速高于一二线



来源：餐饮老板内参，国金证券研究所

## 财务分析与盈利预测

### 收入端：未来三年高速增长

海底捞未来 3-5 年营收增量主要来自于自有门店数量的增长。在创业的前 15 年，海底捞合计开店不到 100 家，业务拓展的步伐是比较谨慎的，主要的瓶颈还是来自于资金、店长资源和标准化能力。不过在银行贷款和 IPO 融资预期的支撑下，海底捞自 2017 年开始进入加速扩张期，当年就开出了 87 家店。我们预测 2018-2020 年每年分别新开 175、180 和 100 家餐厅，其中有 70-80% 新店将位于二线和三线城市。根据我们的单店模型，二线城市店平均的投资回报周期为 10 个月，而一线和三线的平均投资回报期约为 13 个月。

**图表 50：海底捞门店数量假设**

|               | 2015       | 2016       | 2017       | 2018F      | 2019F      | 2020F      |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>餐厅总数</b>   | <b>146</b> | <b>176</b> | <b>273</b> | <b>473</b> | <b>683</b> | <b>809</b> |
| <b>中国内地</b>   | <b>139</b> | <b>167</b> | <b>254</b> | <b>429</b> | <b>609</b> | <b>709</b> |
| 一线城市          | 50         | 53         | 65         | 85         | 105        | 115        |
| 二线城市          | 71         | 83         | 120        | 220        | 320        | 390        |
| 三线城市及以下       | 18         | 29         | 69         | 124        | 184        | 204        |
| <b>中国内地以外</b> | <b>7</b>   | <b>9</b>   | <b>19</b>  | <b>44</b>  | <b>74</b>  | <b>100</b> |
| 新加坡           | 3          | 4          | 6          | 12         | 15         | 17         |
| 台湾            | 1          | 1          | 5          | 9          | 15         | 18         |
| 韩国            | 1          | 2          | 3          | 6          | 7          | 8          |
| 日本            | 1          | 1          | 2          | 5          | 6          | 7          |
| 美国            | 1          | 1          | 2          | 10         | 20         | 25         |
| 香港            | 0          | 0          | 1          | 2          | 5          | 7          |
| 其他地区          | 0          | 0          | 0          | 0          | 11         | 25         |

来源：公司官网，国金证券研究所

单店层面主要的驱动因素是客单价和客流量。海底捞的价格定位于中端，过去三年保持着 3-5% 的年均增速。我们认为，通过菜品组合改善和区域性定价策略的优化，海底捞在国内门店的客单价可以维持这一增速。但海外门店的客单价波动较大，2017 年同比下滑 16.6% 而 18 年上半年又环比增长 9.2%，主要是由于公司时常采用促销策略来推广在海外市场的知名度。我们保守预测海外门店未来年均客单价增幅为 1%。

客流量方面的主要指标是桌位数和翻台率。近年来海底捞在门店面积上的思路开始转变，新开一线城市门店的面积由以前的 1500-2000 平米下降到 1000 平米左右，二三线城市和海外门店的面积更小。我们认为这一策略和其他餐饮龙头企业接近，是为了适应国内消费人群和消费习惯的变迁。

从翻台率这一核心指标来看，海底捞一直保持着行业的顶尖水准，2017 年整体翻台率达到 5.0 次。2018 年上半年除了一线城市之外，二三线城市翻台率均有所下滑，但从门店开业时间分析，就可以发现老店的翻台率仍在持续上升（我们认为由于是品牌力的强化和营业时间的延长），新店仍在爬坡的客流量是影响整体翻台率的主要原因。海外餐厅的表现依然是最大的不确定性，2018 年上半年客单价和翻台率的双双下滑显示海底捞在海外品牌和市场口碑的树立依然需要时间。展望未来，我们认为一线城市的翻台率随着下午茶和夜宵时段的需求上升依然有提升空间。二三线城市的老店同样将有较好表现，但整体翻台率数字会受大量新店的摊薄影响。

**图表 51：海底捞餐厅翻台率假设**

|              | 2015       | 2016       | 2017       | 1H17       | 1H18       | 2018F      | 2019F      | 2020F      |
|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>整体翻台率</b> | <b>4.0</b> | <b>4.5</b> | <b>5.0</b> | <b>5.0</b> | <b>4.9</b> |            |            |            |
| 一线城市         | 3.9        | 4.3        | 4.8        | 4.7        | 4.9        | 4.9        | 5.0        | 5.1        |
| 二线城市         | 4.1        | 4.8        | 5.2        | 5.2        | 5.1        | 5.2        | 5.3        | 5.5        |
| 三线城市及以下      | 3.5        | 4.3        | 4.7        | 4.7        | 4.6        | 4.8        | 4.9        | 5.0        |
| 中国内地餐厅       | <b>4.0</b> | <b>4.5</b> | <b>5.0</b> | <b>5.0</b> | <b>5.0</b> |            |            |            |
| 中国内地以外       | <b>4.4</b> | <b>4.8</b> | <b>4.4</b> | <b>4.4</b> | <b>3.7</b> | <b>3.8</b> | <b>4.1</b> | <b>4.2</b> |

来源：公司招股书，国金证券研究所

**图表 52：不同时期开业餐厅的翻台率比较**

|              | 2015       | 2016       | 2017       | 1H17       | 1H18       |
|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 2015 年前开业的餐厅 | 4.0        | 4.5        | 5.0        | 4.9        | 5.1        |
| 2015 年开业的餐厅  | 4.1        | 4.6        | 5.3        | 5.2        | 5.4        |
| 2016 年开业的餐厅  |            | 4.8        | 5.2        | 5.1        | 5.3        |
| 2017 年开业的餐厅  |            |            | 4.6        | 4.8        | 4.6        |
| 1H8 开业的餐厅    |            |            |            |            | 4.2        |
| <b>整体</b>    | <b>4.0</b> | <b>4.5</b> | <b>5.0</b> | <b>5.0</b> | <b>4.9</b> |

来源：公司招股书，国金证券研究所

综上所述，我们预测海底捞 2018-2020 年的营收分别为 176.8 亿，292.3 亿和 407.6 亿元，CAGR 达到 56.5%。相较于过去三年营收 35.9%的复合增长率，公司正大步买入增长的快车道。

### 成本端：短期费用率上升，中长期将趋稳

我们把食材和耗材作为海底捞的主要营业成本。由于绝大部分的食材是通过供应链公司集中采购并配送的，海底捞在二三线城市的食材成本占比反而超过一线城市，这主要是物流成本的因素，也是连锁餐饮和单体餐饮在成本结构上的最大不同。考虑到食材成本上升，我们预测海底捞的毛利率呈现逐年小幅降低的趋势。食材成本对于海底捞利润的敏感性分析可参见图表 59。

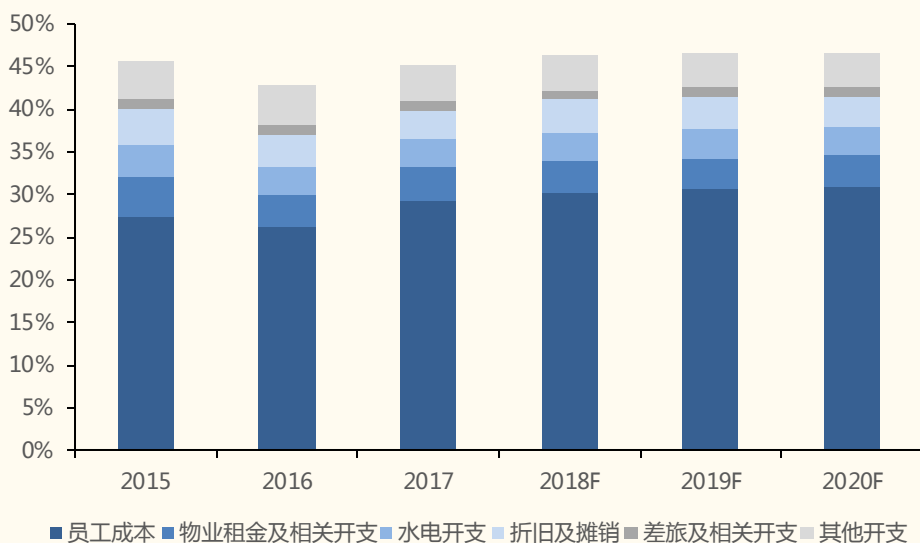
餐厅和外卖业务的员工成本和营收大致呈线性关系，没有明显的规模效益可言。另一方面，为员工提供具有吸引力的激励机制是海底捞竞争力的重要组成部分，而前堂后堂的员工大部分均采用“按劳所得”的计件制薪酬规则，我们判断未来员工的计件系数仍会呈现上升趋势。因此海底捞薪酬成本占营收的比例预期也将不断上升。

物业租金是一个营收占比可能持续下降的成本项。随着品牌实力和客流效应的不断提升，海底捞在选址和租金谈判上的议价能力在加强，这一点在进入低线城市时会更明显。从调研过程中，我们还发现一些三线城市新门店的免租期可长达 1 年以上。

门店装修基本由关联企业蜀韵东方负责，各线城市门店的单位装修成本差异不大。海底捞餐厅的装修成本按照 5 年或租期孰短的方式进行折旧与摊销，因此未来三年随着资本支出的密集投放，折旧和摊销费用占比将处于高位。这一比例将随着资本开支高峰期过后而逐步降低。

综合来看，未来三年公司的成本费用率将上升。一部分因素是刚性成本的上升（如食材和人工），另一部分则是密集开店期间的费用增加（如房租和装修折旧）。当门店网络逐步成熟之后，海底捞的经营成本率将会趋于稳定。

图表 53: 海底捞成本费用率预测

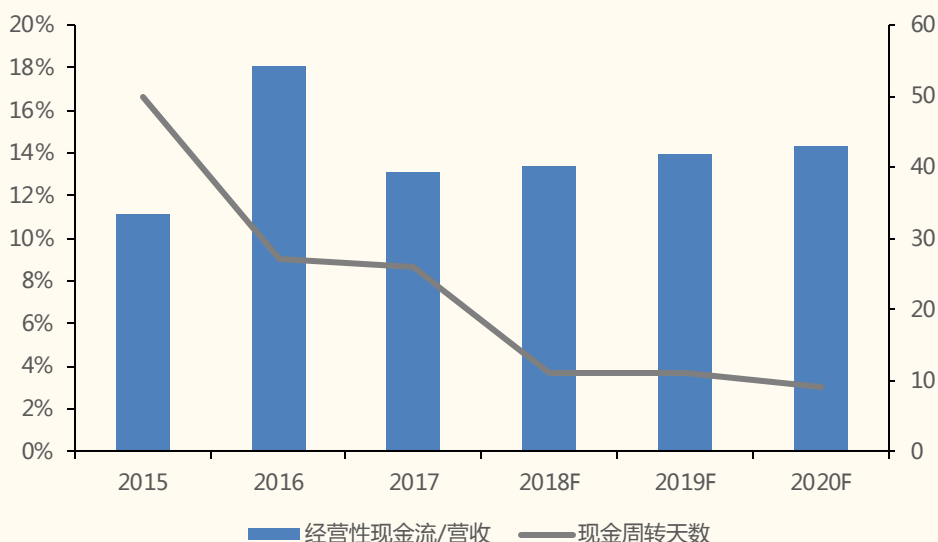


来源：公司招股书，国金证券研究所

### 经营效率与现金流

分析一下海底捞的财务报表，我们不得不感慨如果和许多行业横向比较，餐饮的确是一个具有吸引力的产业：投资回报快、现金流充裕、利润率不低。海底捞主打的是中端大众消费市场，所获取的基本都是现金利润。随着自身规模的扩大和供应链体系的完善，海底捞进一步通过应付应收账款的控制提升了现金周转天数。2015-17 年经营性现金流净额均超过净利润 20%以上。展望未来三年，我们认为这一趋势仍将持续。

图表 54: 不断改善的现金流与经营效率



来源：公司招股书，国金证券研究所

## 盈利预测

通过对收入端和成本端的分析，我们可以得出结论，未来三年海底捞的营收将随着门店数量的快速增长而增长。但与此同时，食材、人工和折旧摊销等成本的上升将在短期内拖低整体营业利润率。当更多数量的门店进入成熟期后，海底捞的盈利能力又会得到提高。

我们综合预测 2018-2020 年的归母净利润分别为 16.5 亿，27.7 亿和 38.4 亿元，三年的年均复合增长率达到 55.1%。

图表 55：主要假设

| (Rmb mn) | 2015  | 2016   | 2017   | 2018F  | 2019F  | 2020F  |
|----------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总营业收入    | 5,757 | 7,808  | 10,637 | 17,682 | 29,225 | 40,764 |
| 1. 餐厅    | 5,653 | 7,636  | 10,388 | 17,230 | 28,551 | 39,806 |
| YoY      |       | 35.1%  | 36.0%  | 65.9%  | 65.7%  | 39.4%  |
| 2. 外卖    | 74    | 146    | 219    | 330    | 471    | 658    |
| YoY      |       | 97.3%  | 49.7%  | 51.0%  | 42.6%  | 39.6%  |
| 3. 食材销售  | 30    | 26     | 30     | 122    | 203    | 300    |
| YoY      |       | -12.0% | 16.7%  | 301.3% | 66.8%  | 48.1%  |
| 总营业成本    | 5,302 | 6,612  | 9,232  | 15,537 | 25,689 | 35,852 |
| 1. 食材与耗材 | 2,665 | 3,262  | 4,422  | 7,373  | 12,216 | 17,121 |
| YoY      |       | 22.4%  | 35.5%  | 66.7%  | 65.7%  | 40.2%  |
| 2. 员工成本  | 1,572 | 2,044  | 3,120  | 5,252  | 8,767  | 12,392 |
| YoY      |       | 30.1%  | 52.6%  | 68.3%  | 66.9%  | 41.3%  |
| 3. 租金成本  | 269   | 298    | 415    | 672    | 1,081  | 1,467  |
| YoY      |       | 10.7%  | 39.0%  | 62.0%  | 60.9%  | 35.7%  |
| 4. 水电开支  | 221   | 263    | 349    | 619    | 994    | 1,345  |
| YoY      |       | 18.7%  | 32.5%  | 77.5%  | 60.6%  | 35.4%  |
| 5. 折旧与摊销 | 239   | 286    | 360    | 697    | 1,107  | 1,445  |
| YoY      |       | 19.5%  | 25.9%  | 93.7%  | 58.8%  | 30.5%  |
| 6. 差旅费用  | 67    | 84     | 120    | 195    | 321    | 448    |
| YoY      |       | 25.7%  | 41.6%  | 62.6%  | 65.3%  | 39.5%  |
| 7. 其他费用  | 268   | 372    | 445    | 725    | 1,198  | 1,631  |
| YoY      |       | 38.9%  | 19.5%  | 62.9%  | 65.3%  | 36.1%  |
| 营业利润率    | 9.7%  | 17.3%  | 15.3%  | 13.1%  | 13.0%  | 12.9%  |

来源：公司招股书，国金证券研究所

## 估值与投资建议

海底捞业务结构清晰简单，现金流充沛，相信用 DCF 为主的估值方法会是市场共识。我们的模型以 9.6% 的 WACC 和 2.5% 的永续增长率为主要假设，得出公司的合理价值为港币 20.61 元。需要指出的是，我们的估值只涵盖了海底捞现有的餐厅、外卖和食材销售业务，并没有包括未来可能开拓的任何新业务。

**图表 56: DCF 估值模型**

| (人民币百万)            | 2018F  | 2019F | 2020F | 2021F | 2022F | 2023F | 2024F | 2025F | 2026F  | 2027F  | 2028F   |
|--------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|---------|
| 息税前利润              | 2,324  | 3,808 | 5,277 | 6,300 | 7,043 | 7,718 | 8,221 | 9,629 | 10,911 | 11,407 | 11,290  |
| 加: 折旧与摊销           | 697    | 1,107 | 1,445 | 1,644 | 1,773 | 1,863 | 1,925 | 989   | 230    | 230    | 230     |
| 减: 所得税             | 616    | 990   | 1,372 | 1,638 | 1,831 | 2,007 | 2,137 | 2,504 | 2,837  | 2,966  | 2,935   |
| 减: 资本支出            | 2,681  | 2,877 | 1,719 | 992   | 753   | 475   | 374   | 310   | 310    | 310    | 310     |
| 减: 运营资本的变化         | 179    | (534) | (739) | (581) | (479) | (621) | (390) | (632) | (910)  | (442)  | (309)   |
| 去杠杆后自由现金流          | (455)  | 1,582 | 4,369 | 5,895 | 6,710 | 7,720 | 8,024 | 8,437 | 8,904  | 8,803  | 8,584   |
| 终值                 |        |       |       |       |       |       |       |       |        |        | 124,217 |
| 贴现现金流              | (455)  | 1,443 | 3,636 | 4,476 | 4,648 | 4,878 | 4,625 | 4,437 | 4,272  | 3,853  | 3,427   |
| 预测期现值              | 39,696 |       |       |       |       |       |       |       |        |        |         |
| 终值的现值              | 49,600 |       |       |       |       |       |       |       |        |        |         |
| 企业价值               | 89,296 |       |       |       |       |       |       |       |        |        |         |
| 减: 净负债与少数股东权益      | 5,830  |       |       |       |       |       |       |       |        |        |         |
| 归属股东的权益现值          | 95,126 |       |       |       |       |       |       |       |        |        |         |
| 总股本                | 5,300  |       |       |       |       |       |       |       |        |        |         |
| 归属股东每股权益价值 (人民币/股) | 17.95  |       |       |       |       |       |       |       |        |        |         |
| 港币/人民币汇率           | 0.87   |       |       |       |       |       |       |       |        |        |         |
| 归属股东每股权益价值 (港元/股)  | 20.61  |       |       |       |       |       |       |       |        |        |         |

| WACC假设 |        |        |       |
|--------|--------|--------|-------|
| 无风险利率  | 3.5%   | 税前债务成本 | 5.0%  |
| 风险溢价   | 6.5%   | 税率     | 25.0% |
| Beta   | 110.0% | 税后债务成本 | 3.8%  |
| 权益成本   | 10.7%  | 目标负债率  | 15.0% |
| 永续成长率  | 2.5%   | WACC   | 9.6%  |

来源: 国金证券研究所

接下来我们对于已上市的餐饮类企业做了横向的估值对比。从图表 57 的同业比较表中可以看出, 餐饮龙头企业在各自的市场中普遍享有较高的估值水平(预期市盈率一般超过 20 倍)。考虑到未来三年海底捞的盈利增速将明显高于同业, 我们认为, 海底捞在港股市场也将享受一定的估值溢价。

**图表 57: 餐饮类上市公司估值比较**

| 公司             | 代码        | PEG  | 2018F PE | 2019F PE | 2020F PE |
|----------------|-----------|------|----------|----------|----------|
| <b>餐饮公司</b>    |           |      |          |          |          |
| 呷哺呷哺           | 520 HK    | 0.7x | 24.6x    | 19.6x    | 15.9x    |
| 味千(中国)         | 538 HK    | 1.0x | 16.0x    | 14.9x    | 12.5x    |
| 唐宫中国           | 1181 HK   | 0.6x | 11.0x    | 9.3x     | 8.6x     |
| 全聚德            | 002186 CH | 4.2x | 25.3x    | 22.8x    | 22.7x    |
| 麦当劳            | MCD US    | 2.7x | 21.2x    | 19.8x    | 18.4x    |
| 星巴克            | SBUX US   | 1.8x | 22.8x    | 20.8x    | 18.2x    |
| 百胜餐饮           | YUM US    | 2.4x | 25.2x    | 23.2x    | 21.0x    |
| 百胜中国           | YUMC US   | 1.8x | 22.2x    | 20.3x    | 18.0x    |
| <b>餐饮供应链公司</b> |           |      |          |          |          |
| 颐海国际           | 1579 HK   | 0.9x | 36.1x    | 27.0x    | 20.9x    |
| 安井食品           | 603345 CH | 0.7x | 27.9x    | 21.5x    | 16.7x    |
| 广州酒家           | 603043 CH | 0.9x | 23.8x    | 19.5x    | 15.9x    |
| 平均             |           | 1.6x | 23.3x    | 19.9x    | 17.2x    |

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

综合而言, 中国餐饮市场正面临着需求持续增长, 行业集中度稳步提升的有利发展机遇。海底捞作为业内最优秀代表之一, 通过适时张略扩张有望实现快速增长, 进一步巩固市场的领先地位。我们基于 DCF 的 12 个月目标价港币 20.61 元相当于 34.4 倍 2019 年 PE 或 24.8 倍 2020 年 PE, 首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

1) 食品安全。对于所有的餐饮企业，食品安全都是主要的风险之一。海底捞所在的火锅行业，食用方式以短时间的煮涮为主，对于食材的品质和新鲜度的要求更高，面临的风险也越大。我们通过语义分析技术对海底捞顾客的舆情做了提取分析，可以看出与食品安全相关的负面点评在绝对数上呈现增长趋势。但是由于海底捞每年新增店面数和人流量近年来同步快速上升，2015-2017 年整体的负面舆情占比均不超过 0.15%。尽管海底捞一直重视食品安全并有完善的应对流程，一旦有较大规模的食安黑天鹅事件，对于公司的品牌和经营业绩均可能产生明显的冲击。

图表 58：海底捞食品安全相关负面舆情统计

|          | 不卫生 | 不新鲜 | 不舒服 | 呕吐 | 地沟油 | 异物 | 老鼠 | 腹泻  | 虫子 | 食物中毒 |
|----------|-----|-----|-----|----|-----|----|----|-----|----|------|
| 2010     | 2   | 3   | 11  | 0  | 1   | 1  | 0  | 4   | 1  | 0    |
| 2011     | 2   | 12  | 25  | 1  | 11  | 0  | 2  | 15  | 8  | 0    |
| 2012     | 8   | 16  | 31  | 0  | 5   | 2  | 0  | 11  | 5  | 0    |
| 2013     | 17  | 17  | 58  | 0  | 5   | 2  | 3  | 42  | 19 | 2    |
| 2014     | 10  | 27  | 54  | 0  | 3   | 3  | 2  | 53  | 15 | 2    |
| 2015     | 19  | 33  | 63  | 2  | 6   | 2  | 1  | 85  | 14 | 2    |
| 2016     | 21  | 44  | 111 | 2  | 4   | 6  | 1  | 147 | 31 | 1    |
| 2017     | 34  | 37  | 132 | 4  | 3   | 5  | 39 | 168 | 20 | 3    |
| 2018 YTD | 14  | 31  | 85  | 1  | 0   | 2  | 9  | 136 | 10 | 0    |

来源：国金证券研究创新中心，造数科技

2) 主要供应商为关联方。供应链的标准化是海底捞规模化、连锁化运营的重要支撑。由于国内缺乏大规模的有体系的餐饮供应链企业，海底捞近年在母公司层面设立了一系列供应链企业，主要服务于海底捞的业务拓展。蜀海集团、颐海国际（1579 HK）、扎鲁特旗海底捞、蜀韵东方和微海咨询等关联企业在 2017 年合计采购金额达 50.0 亿元，占公司总采购成本的 81.7%。尽管这样的关联供应链结构可以提升效率降低成本，但也隐含着转移定价等潜在风险。

3) 原材料成本大幅波动。原材料及耗材是公司业务最大的成本项，过去三年占比 40-45%。从图表 59 的敏感性分析可以看出，原材料价格上涨 5%将影响 2017 年净利润 1.6 亿元，占比达 15.9%。考虑到公司原材料多为肉制品、水果鲜蔬等农产品，价格较为波动，因此对公司的利润影响也会较为显著。

图表 59：原材料价格变动对净利润的敏感性分析（2017 年）

| 原材料价格波动比例 | +20% | +15% | +10% | +5%  | -5%  | -10% | -15% | -20% |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 原材料成本变动   | 863  | 647  | 431  | 216  | -216 | -431 | -647 | -863 |
| 年度净利润变动   | -650 | -488 | -325 | -163 | 163  | 325  | 488  | 650  |

来源：公司招股书，国金证券研究所

## 附录：三张报表预测摘要

| 综合财务状况表           |                |                |                |                | 综合收益表            |               |               |               |               |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 单位:百万             |                |                |                |                | 单位:百万            |               |               |               |               |
| 会计年度              | 2017A          | 2018E          | 2019E          | 2020E          | 会计年度             | 2017A         | 2018E         | 2019E         | 2020E         |
| <b>流动资产</b>       | <b>1,462</b>   | <b>7,036</b>   | <b>9,115</b>   | <b>13,657</b>  | <b>营业额</b>       | <b>10,637</b> | <b>17,682</b> | <b>29,225</b> | <b>40,764</b> |
| 现金及现金等价物          | 330            | 5,918          | 7,309          | 11,299         | 销售成本             | (4,313)       | (7,373)       | (12,216)      | (17,121)      |
| 交易用投资             | 79             | 15             | 15             | 15             | <b>毛利</b>        | <b>6,324</b>  | <b>10,309</b> | <b>17,009</b> | <b>23,643</b> |
| 应收款项              | 498            | 630            | 1,041          | 1,340          | 销售、一般性和行政开支      | (4,808)       | (8,159)       | (13,469)      | (18,728)      |
| 其他应收款             | 460            | 48             | 80             | 112            | 研究发展费用           | -             | -             | -             | -             |
| 存货                | 95             | 424            | 669            | 891            | 其他营业收入           | 113           | 174           | 268           | 362           |
| <b>非流动资产</b>      | <b>2,274</b>   | <b>4,218</b>   | <b>5,929</b>   | <b>6,147</b>   | <b>EBITDA</b>    | <b>1,989</b>  | <b>3,021</b>  | <b>4,915</b>  | <b>6,721</b>  |
| 可供出售投资            | -              | 15             | 15             | 15             | 折旧和摊销            | (360)         | (697)         | (1,107)       | (1,445)       |
| 联营和共同控制实体的投资      | 4              | 10             | 16             | 22             | <b>EBIT</b>      | <b>1,629</b>  | <b>2,324</b>  | <b>3,808</b>  | <b>5,277</b>  |
| 投资物业              | -              | -              | -              | -              | 融资收入净额           | (5)           | 34            | 99            | 149           |
| 固定资产              | 2,085          | 3,916          | 5,537          | 5,692          | 分占联营和共同控制实体的溢利   | 0             | 6             | 6             | 6             |
| 在建工程              | 53             | 72             | 86             | 104            | <b>除所得税前溢利</b>   | <b>1,625</b>  | <b>2,364</b>  | <b>3,913</b>  | <b>5,431</b>  |
| 土地使用权             | 121            | 171            | 231            | 271            | 所得税开支            | (431)         | (626)         | (1,017)       | (1,412)       |
| 无形资产              | 11             | 34             | 44             | 43             | <b>除所得税后溢利</b>   | <b>1,194</b>  | <b>1,737</b>  | <b>2,896</b>  | <b>4,019</b>  |
| <b>总资产</b>        | <b>3,736</b>   | <b>11,254</b>  | <b>15,044</b>  | <b>19,804</b>  | 非控制性股东应占溢利       | (166)         | (87)          | (130)         | (181)         |
| <b>流动负债</b>       | <b>2,618</b>   | <b>2,077</b>   | <b>3,299</b>   | <b>4,590</b>   | 股息               | -             | 330           | 553           | 768           |
| 短期借款              | 348            | -              | -              | -              | <b>母公司股东应占溢利</b> | <b>1,028</b>  | <b>1,650</b>  | <b>2,766</b>  | <b>3,838</b>  |
| 应付款项              | 1,882          | 1,111          | 1,908          | 2,767          | <b>EPS</b>       | <b>0.21</b>   | <b>0.31</b>   | <b>0.52</b>   | <b>0.72</b>   |
| 预收账款              | -              | -              | -              | -              | 主要财务比率           |               |               |               |               |
| 其他                | 388            | 966            | 1,391          | 1,823          | 单位:百万            |               |               |               |               |
| <b>非流动负债</b>      | <b>27</b>      | <b>19</b>      | <b>21</b>      | <b>23</b>      | <b>会计年度</b>      | <b>2017A</b>  | <b>2018E</b>  | <b>2019E</b>  | <b>2020E</b>  |
| 长期借款              | 9              | -              | -              | -              | <b>成长性</b>       |               |               |               |               |
| 其他                | 17             | 19             | 21             | 23             | 营业额增长率           | 36.2%         | 66.2%         | 65.3%         | 39.5%         |
| <b>负债合计</b>       | <b>2,645</b>   | <b>2,096</b>   | <b>3,319</b>   | <b>4,613</b>   | EBIT 增长率         | 20.6%         | 42.6%         | 63.9%         | 38.6%         |
| 股本                | 0              | 0              | 0              | 0              | 净利润增长率           | 22.1%         | 45.5%         | 66.7%         | 38.8%         |
| 储备                | 1,089          | 9,069          | 11,505         | 14,790         | <b>盈利能力</b>      |               |               |               |               |
| 保留溢利              | 1,089          | 2,739          | 5,175          | 8,460          | EBIT/营业额         | 15.3%         | 13.1%         | 13.0%         | 12.9%         |
| 非控制性股东权益          | 2              | 89             | 219            | 400            | EBITDA/营业额       | 18.7%         | 17.1%         | 16.8%         | 16.5%         |
| 总权益               | 1,091          | 9,158          | 11,724         | 15,190         | 毛利率              | 59.5%         | 58.3%         | 58.2%         | 58.0%         |
| <b>总负债和总权益</b>    | <b>3,736</b>   | <b>11,254</b>  | <b>15,044</b>  | <b>19,804</b>  | 净利率              | 9.7%          | 9.3%          | 9.5%          | 9.4%          |
| <b>综合现金流量表</b>    |                |                |                |                | ROE              | 108.7%        | 32.5%         | 26.9%         | 29.2%         |
| 单位:百万             |                |                |                |                | <b>偿债能力</b>      |               |               |               |               |
| <b>会计年度</b>       | <b>2017A</b>   | <b>2018E</b>   | <b>2019E</b>   | <b>2020E</b>   | 资产负债率            | 70.8%         | 18.6%         | 22.1%         | 23.3%         |
| 除所得税后溢利           | 1,157          | 1,737          | 2,896          | 4,019          | 流动比率             | 0.56          | 3.39          | 2.76          | 2.98          |
| 折旧和摊销             | 360            | 697            | 1,107          | 1,445          | 速动比率             | 0.52          | 3.18          | 2.56          | 2.78          |
| 利息费用              | 5              | (34)           | (99)           | (149)          | <b>营运能力</b>      |               |               |               |               |
| 营运资本的变动           | (110)          | (198)          | 534            | 739            | 资产周转率            | 3.3x          | 2.4x          | 2.2x          | 2.3x          |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>1,400</b>   | <b>2,166</b>   | <b>4,401</b>   | <b>6,018</b>   | 应收帐款周转率          | 11.3x         | 26.1x         | 26.1x         | 28.1x         |
| 资本性支出             | (1,243)        | (2,681)        | (2,877)        | (1,719)        | 应付账款周转率          | 2.3x          | 6.6x          | 6.4x          | 6.2x          |
| 投资、贷款于联营和共同控制实体   | (4)            | -              | -              | -              | 存货周转率            | 45.3x         | 17.4x         | 18.3x         | 19.2x         |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>(1,565)</b> | <b>(2,502)</b> | <b>(2,680)</b> | <b>(1,475)</b> | <b>每股资料</b>      |               |               |               |               |
| 借款变动              | (221)          | (357)          | -              | -              | 每股收益             | 0.21          | 0.31          | 0.52          | 0.72          |
| 发行股份              | 0              | 6,330          | -              | -              | 每股经营现金流          | 0.29          | 0.41          | 0.83          | 1.14          |
| 支付的股利和利息          | (9)            | (3)            | (330)          | (553)          | 每股净资产            | 0.23          | 1.71          | 2.17          | 2.79          |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>105</b>     | <b>5,970</b>   | <b>(330)</b>   | <b>(553)</b>   | <b>估值比率(倍)</b>   |               |               |               |               |
| 现金净变动             | (60)           | 5,633          | 1,391          | 3,990          | PE               | 72.3x         | 49.8x         | 29.7x         | 21.4x         |
| 现金的期初余额           | 407            | 282            | 5,915          | 7,306          | PB               | 68.2x         | 9.1x          | 7.1x          | 5.6x          |
| <b>现金的期末余额</b>    | <b>282</b>     | <b>5,915</b>   | <b>7,306</b>   | <b>11,296</b>  | EV/EBITDA        | 41.3x         | 27.2x         | 16.7x         | 12.2x         |

来源：公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 买入 |     |     |     |     |     |
| 增持 |     |     |     |     |     |
| 中性 |     |     |     |     |     |
| 减持 |     |     |     |     |     |
| 评分 |     |     |     |     |     |

来源：朝阳永续

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|----|----|----|-----|
|    |    |    |    |     |
|    |    |    |    |     |
|    |    |    |    |     |
|    |    |    |    |     |
|    |    |    |    |     |
|    |    |    |    |     |
|    |    |    |    |     |
|    |    |    |    |     |
|    |    |    |    |     |

来源：国金证券研究所



### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-61620767

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD