

海底捞 (6862. HK)

从门店爆满到流量网红 行业引领者将如何树立标杆

当五月份港交所网站第一次出现海底捞的上市申请书时，一度引起业内轰动。中式火锅已经成为跨越年龄、不分国界而备受欢迎的餐饮品类，海底捞更是毋庸置疑的行业龙头。然而在高度分散的餐饮业中，霸主地位是否能持久亦或如何提高自身企业的竞争壁垒，是海底捞未来应当考虑的战略布局。完成发行后，公司市值将达到 940 亿港元，对应 2018 年市盈率 30-35 倍，即使存在一定估值溢价，我们认为也属于合理范围。

公司三年来增长稳定，2018 年进入高速增长期

海底捞 2015 年 12 月 31 日止收入 57.57 亿（元人民币，下同）增长至 2017 年的 106.37 亿元，年复合增长率为 35.9%。2018 年 6 月 30 日止（上半年）的收入为 73.43 亿元，同比增长 54.4%。公司门店数量有 2015 年 12 月 31 日的 146 家增长至 2017 年的 273 家，截至 2018 年 9 月 3 日公司拥有门店数 363 家，新开设 96 家餐厅，已签租约门店有 162 家，公司预计全年新开设 180-220 家门店。近三年公司同店销售增长维持在 14% 的水平，翻台率分别为 4.0、4.5 和 5.0；2018 年上半年同店销售同比增长 6.4%，翻台率为 4.9 次。

深谙餐饮服务业的创始人致力于提高客户忠实度与留存率

在业内饱受争议“师徒制”成为了海底捞的一把双刃剑，但管理层会通过严格核查来杜绝“吃回扣”现象。公司秉承“以人为本”的服务理念，成为业内研究和效仿的对象。首先，管理层对店长有绝对的信任，且店长的员工也有对客户一定程度的“优惠”权限。其次，公司员工经过各个岗位轮转从而更能从客户角度考虑需求，并且有相应的办法满足客户需求。最后，店长亦能培养自己的“徒弟”，“徒弟”开店也能为店长带来提成收入。如此一来，既能减少员工流失率也能把握更多“回头客”。

盈利预测及估值

公司目前总门店数 363 家，包括新开设 96 家和已签租约 162 家，预计全年新开设 180-220 家门店，以中位数 200 家新开门店新开门店预测，由于上半年开店需到下半年才会看到盈利效果，我们保守预计，今年收入增速 64%，利润增速 50%。公司以上限价 17.8 港元发行，对应 2017 年市盈率 70 倍。我们预计公司未来三年收入及利润将保持稳定增长，但投资新业务将使得经营活动现金流承压，不断的门店扩张意味着资本开支继续增加。因此，我们认为公司 2018 和 2019 年的市盈率为 35 和 28 倍。根据 DCF 模型，我们预测未来 6-12 个月股价为 17.38HKD，给予“中性”评级。

香港 消费者服务行业
餐馆

2018 年 10 月 9 日

中性

目标价	HKD17.38
收盘价 (8 Oct 18)	HKD17.42
上升/下降空间	-0.2%
恒生指数	26201.08
总市值 (HKD 亿)	968
52 周最高/最低 (HKD)	19.64/16.80

资料来源: Wind

海底捞 (06862. HK) 上市首日股价涨跌幅



资料来源: Wind

主要财务比率

	2015	2016	2017
毛利率	54.84%	59.28%	59.45%
净利率	7.11%	12.50%	11.21%
ROA	--	96.65%	108.70%
ROE	--	12.09%	12.67%
资产周转率 (倍)	--	3.04	3.29

资料来源: Wind

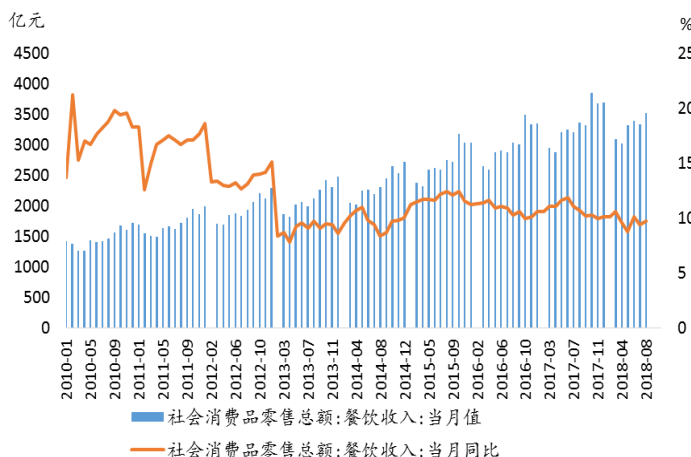
周沁艺
SFC CE No.: BKD622
+852 2899 8300
zhouqy@guosen.com.hk

报告正文

行业前景

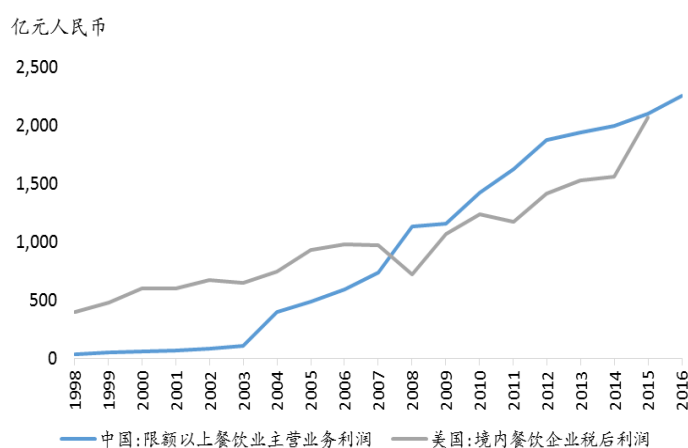
仍处于人口红利收获期的中国餐饮服务市场，在受国家城镇化率提高和人口消费升级带动的背景下，我国餐饮服务业总收入由 2013 年的 26,368 亿元人民币增长至 2017 年的 39,633 亿元，年复合增长率 10.7%。预计 2017-2022 年该市场的年复合增长率为 9.6%，总收入规模至 62,800 亿元。

图 1 2010-2018 年 8 月中国餐饮收入总额



数据来源：Wind、国信证券（香港）研究部整理

图 2 1998-2016 年中美境内餐饮企业利润对比



数据来源：Wind、国信证券（香港）研究部整理

注：限额以上：指年营业额 200 万元及以上餐饮企业在一定时期从事营业活动取得的收入金额。美元中间价 USDCNY: 6.881

经历了 2010-2013 年低基数和快速扩张后，2013 年以来的中国社会消费品零售总额中的餐饮收入一直维持着 10% 左右的按月同比增速，而 2010-2016 年的营业利润年复合增长率（7.94%）不及同期收入增速（9.35%）。美国的复苏更值得关注，金融危机后的美国境内餐饮企业税后利润斜率明显陡于中国餐饮业，并且 2015 年的税后利润已接近中国餐饮企业的主营业务利润，因此，对于拥有庞大人口基础的中国餐饮企业而言仍有庞大想象空间。近期国务院发布的《关于完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力的若干意见》可见，刺激消费政策仍在进行中，第一需要提档升级的消费类别就是“吃穿用”，从食品安全到绿色饭店，均是为了促进实物消费升级的举措；再者，逐步缩小城乡居民消费差距，意味着城镇化率的提高将加快农村吃穿用住行等一般消费提质扩容。该意见从供需两端同时发力，对整体大消费类板块有长期的提振作用。

我国餐饮业是一个高度分散的市场，以独立运营餐厅为主导，加盟连锁餐厅其次，占比最小的自营连锁餐厅。从 2013-2017 年增速来看，自营连锁餐厅最快（12.9%），加盟连锁餐厅为 11.4%，独立运营餐厅为 10.5%。2017-2022 年的市场预计，整体市场年复合增长率将有所下滑，但由于基数效应，自营连锁餐厅仍是三类餐厅里增速最快的，至 11.4%。

从分部看来，中式餐饮是中国整体餐饮市场最大的组成部分，2017 年总收入占比为 80.5%，其次为西式餐饮和其他餐饮。预计 2017-2022 年间中式餐饮的年复合增长率为 8.9%，2022 年总收入占整体市场的 77.8%。细分而言，火锅在中式餐饮中占最大市场份额，2017 年的市场份额为 13.7%，预计 2022 年的市占率将升至 14.5%，2017-2022

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理

年年复合增长率为 10.2%，为中式餐饮中增长最快的细分市场。中国火锅餐厅的数目由 2013 年的 40.6 万家增至 2017 年 60.1 万家，预计 2022 年将达到 89.6 万家。平均单店收入从 2017 年的 7.26 万元增至 2022 年的 7.90 万元。具有更高消费能力的一线城市成为火锅餐饮乃至整个中国餐饮服务行业的主力军，但随着城镇化程度的提高，二三线及以下的城市也将保持稳定增长。

连锁餐饮行业龙头增长稳定

海底捞(06862.HK)作为全球领先、快速增长的中式餐饮品牌，主打火锅品类。根据沙利文报告，按 2017 年收入计算，海底捞在中国和全球的中式餐饮市场中均排名第一。海底捞 2015 年 12 月 31 日止收入 57.57 亿(元人民币，下同)增长至 2017 年的 106.37 亿元，年复合增长率为 35.9%。2018 年 6 月 30 日止(上半年)的收入为 73.43 亿元，同比增长 54.4%。公司门店数量有 2015 年 12 月 31 日的 146 家增长至 2017 年的 273 家，截至 2018 年 9 月 3 日公司拥有门店数 363 家，新开设 96 家餐厅，已签租约门店有 175 家，公司预计全年新开设 180-220 家门店，包括海外新开 15-25 家。公司目前拥有及营运的餐厅包括中国内地的 332 家餐厅以及 31 家位于台湾、香港及海外在新加坡、韩国、日本及美国的餐厅，年服务顾客超过 1 亿人次。近三年公司同店销售增长维持在 14%的水平，翻台率分别为 4.0、4.5 和 5.0；2018 年上半年同店销售同比增长 6.4%，翻台率为 4.9 次。尽管海底捞在业内营业额及每年客流量均是最高，但中国餐饮服务市场是个高度分散的行业，前五大经营者的营业收入占总市场份额的 0.8%，其中海底捞占 0.3%，其余均为 0.1%。在中国火锅餐饮市场更能凸显海底捞的优势，市占率远高于排名第二的公司，前五名收入统计占整体火锅餐厅市场的 5.5%（包括海底捞的 2.2%）。

公司在中国的餐厅面积为 600-1,000 平方米，客容量为 300-500 位，由于火锅店无需大型厨房，餐厅的就餐面积可达 75%-80%，摆放餐桌约 65-90 桌。中国地区的每家新开餐厅的资本支出在 800-1,000 万元人民币，店面达到首月盈亏平衡仅需 1 至 3 个月，而呷哺呷哺(00520.HK)需要 3 个月；海底捞实现现金投资回报需 6 至 13 个月，而呷哺呷哺需要 16 个月。海底捞的预备店长人数由 5 月份的 320 人增至 9 月份的 400 人，在目前 175 家已签订租约但未开业的门店中，大部分都是由店长提出申请，若成功开店将享有业绩提成，并且通过“师徒制”使店长与其徒弟、甚至徒弟的店面业绩都能密切关联，更明确了员工对其所在店面的自主权与责任划分。

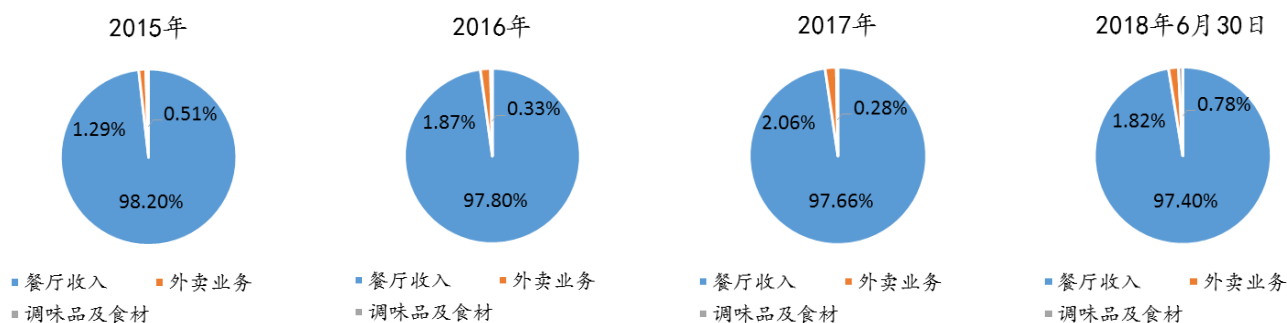
截至 2017 年 12 月 31 日数据，公司大部分门店位于二线城市（120 家），一线城市门店数量（65 家）稳步增长，而增长最快的属三线城市门店数，而公司计划 2018 年开设 180-220 新餐厅，较 2017 年的新开设门店数接近翻倍。这些店面将以北京、上海、西安为主及其他一二线城市以提高现有城市的餐厅密集度和渗透率，对翻台率较高或排队时间较长的餐厅实行分流作用，同时也将扩大在三四线城市的影响力，但这些战略扩张不排除将蚕食现有餐厅的业务的情况。虽然一二线城市整体经营毛利率有逐步下滑趋势，但二线城市门店的经营毛利率于 2017 年底超过了一线城市门店数据，处于 22%-23%的水平。

与此同时，公司也注重海外业务的发展，2015-2017 年海外运营收入占比从 5.3%提高至 6.8%，餐厅数量从 7 家增至 19 家，预计 18 年将新开设 5 家餐厅。目前已在中国台

湾、中国香港、新加坡、日本、韩国、美国设有海底捞门店，其平均餐厅面积约为国内的 60%至 70%，但人均消费远高于内地，2015-2017 年的分别为 215、214 和 180 元人民币，翻台率在 4.4-4.8 之间，但同店销售增长放缓。海外开店对公司而言是品牌宣传一种锦上添花的途径，然而海外的目标客户群体以及行业法规也是公司面临的挑战，比如在新加坡分店被新加坡国家环境局暂停营业两周并处以罚款。此类食品安全问题同样在内地数次出现，从公司公关及社会责任角度看，海底捞对此类事件均已及时处理，但客户信任度和留存率将不一定能经得住考验。尽管公司表示配备了超 500 人的食品质量和安全专职人员，意味着大部分门店只有一位食品安全监控员工。

海底捞的主要收入来源还是餐厅收入，约占 98%，而外卖业务也在迅猛增长中，目前已在中国 45 个城市拥有外卖业务。根据沙利文报告预计中国 2017 年至 2022 年的外卖收入年复合增长率为 17.9%，市场规模达到 2,091 亿元人民币。由于 60%的外卖订单来自第三方平台，海底捞需要付出相应佣金（低单位数的百分比），但不同于其他外卖的是，所有外卖人员均为海底捞员工，若有额外购买锅或电炉、餐盘和餐具，配送人员也将为消费者一并摆放整齐，所以，海底捞将根据客户满意度及工作完成量给予配送人员相应的奖励和评估。

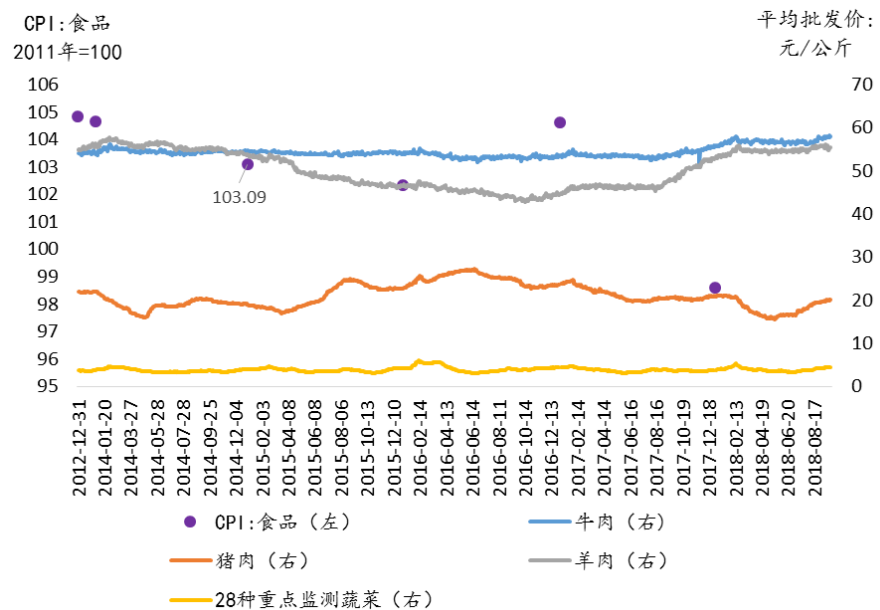
图 3 2015-2018 年 6 月 30 日海底捞收入结构对比



资料来源：海底捞国际控股有限公司招股说明书、国信证券（香港）研究部整理

火锅餐厅的主要食材有牛肉、羊肉、猪肉、蔬菜。羊肉由于 2015 年爆发疫病及进口羊肉数量日益增多，导致随后两年羊肉价格一路下滑。羊肉价格下跌引起牲畜数目减少，从而羊肉供不应求，促使羊肉价格于 2017 年出现回升。但 2017 年的食品价格指数的下滑并未影响牛羊肉和猪肉的批发价上扬，特别是优质肉价格一直上升。对于生鲜食材的突然事件，如非洲猪瘟爆发等，亦成为对海底捞食材采购成本稳定机制的一种考验。2015-2017 年食材成本占收入比分别为，45.16%、40.72%和 40.55%，根据其 2018 年 6 月 30 日的敏感度分析，所用原材料及耗材每变动 1%，对公司年度利润的影响为 2300 万元人民币。

图 4 2012-2018 年 9 月主要火锅食材平均批发价及 2012-2017 年食品 CPI 指数



资料来源：Wind、国信证券（香港）研究部整理

公司流动负债净额逐年扩大，但管理层表示绝大部分用于非经常项目，包括截至 2017 年 12 月 31 日应付四川海底捞所得款项结余 6.91 亿元人民币，占总流动负债的 26.4%。截至 2018 年 3 月 31 日，公司流动负债净额已增至 14.42 亿元人民币，随着店面扩张，预计流动负债净额将继续增加。店面扩张的同时也会为公司带来充足的经营现金流，但根据每新开一家店需要 800 万-1,000 万的资本开支计算，2018 年整体现金流的提高将承压。

表 1 2015-2017 年海底捞国际流动负债净额详细数据

亿元人民币	2015年 截止至12月31日	2016年 截止至12月31日	2017年 截止至12月31日	2018年 预计
流动资产	11.84	12.57	14.62	增加
流动负债	12.44	16.42	26.18	增加
流动负债净额	-0.60	-3.86	-11.56	增加
流动比率	0.95	0.77	0.56	
资本开支	4.02	4.29	15.18	增加16-20
新增门店数	36	32	98	180-220
经营活动现金流 净额	14.00	14.14	6.42	持平

资料来源：海底捞国际控股有限公司招股说明书、国信证券（香港）研究部整理

关联公司交易可控

海底捞上市前夕，其火锅底料供应商之一，颐海国际 (01579.HK) 在港交所主板大有表现。在海底捞稳定扩张的支持下，颐海集团仍着重投入第三方业务和自有品牌的即食小火锅。颐海集团和蜀海集团所占的关联交易比重较大，2015-2017 年以及 2018 年上半年，海底捞向颐海集团的采购额分别为人民币 4.38 亿元、5.89 亿元、9.02 亿元及 5.33 亿元，分别占颐海集团于相关期间的总收入约 51.66%、54.15%、54.78% 及 53.09%。

蜀海集团提供仓库仓储及物流服务以及供应食材，2015-2017 年以及 2018 年上半年，海底捞向蜀海集团的采购额分别为 14.39 亿元、18.47 亿元、26.05 亿元及 10.50 亿元，分别占蜀海集团于相关期间的总收入约 88.81%、81.03%、71.90% 及 58.62%。

采购价格方面，则根据颐海和蜀海向第三方销售的价格而定，并且海底捞集团有权指派独立非执行董事和审计人员对相关公司进行年度审核。

表 2 2015-2018 年 6 月 30 日各关联公司占海底捞采购总额比

关联公司	交易业务	2015年	2016年	2017年	2018年
		截至12月31日			6月30日
食材及调味品采购	颐海集团	16.80%	18.50%	20.70%	16.00%
	蜀海集团	55.10%	58.00%	59.80%	31.50%
	扎鲁特旗海底捞	0.30%	1.90%	1.60%	1.30%
其他采购	蜀韵东方	2.50%	6.30%	77.10%	56.80%
	微海咨询	0.20%	4.40%	2.20%	2.00%

资料来源：海底捞招股说明书、国信证券（香港）研究部整理

同业比较

赴港上市的餐饮企业在二级市场表现平平，市值在百亿港元以上的更是屈指可数，进入公众视野的公司当属呷哺呷哺 (00520.HK)。该公司近期同样经历了食品质量与安全事件，对其股价影响颇大。9月26日市值 129 亿港元，对应 PE (TTM) 24.7 倍，从收入、利润规模、收入增速、市场份额、同店销售增长、翻台率、人均消费看，呷哺呷哺与海底捞均不在一个量级，但也由于公司定位不同受众群体也互不冲突，从呷哺呷哺的门店数量可见，公司也能从中式火锅市场占有一席之地。

从香港市场的整体餐饮板块而言，海底捞的上市无疑是占领了龙头地位为餐饮板块增添了活力，也给竞争者带来了压力。海底捞上市首日盘中一度涨超 10%，市值突破千亿港元，可见业绩的高速增长和门店的提速扩张，使得市场投资者有一个较为乐观的期待。

表3 香港市场同业估值比较

单位：亿港元		市盈率PE							市净率PB
排名	代码	证券简称	总市值	流通市值	TTM	18E	19E	(MRQ)	
2	6862.HK	海底捞	944	944	63.7	50.1	34.91	68.84	
	中位值(11位)	中位值	25.88	16.39	14.91	20.55	17.41	2.37	
1	4337.HK	星巴克-T	5986.73	--	4.11	3.19	--	1.92	
3	0520.HK	呷哺呷哺	122.66	122.66	23.59	20.96	16.48	4.97	
4	0341.HK	大家乐集团	104.8	104.8	23.04	20.55	18.35	2.96	
5	0538.HK	味千(中国)	36.97	36.97	--	--	--	1.1	
6	0052.HK	大快活	35.36	35.36	16.48	--	--	4.67	
7	1488.HK	百福控股	16.39	16.39	--	--	--	1.64	
8	0047.HK	合兴集团	15	15	9.63	--	--	2.34	
9	0573.HK	稻香控股	14.74	14.74	14.91	--	--	0.85	
10	1181.HK	唐宫中国	13.37	13.37	9.34	--	--	2.41	
11	8527.HK	聚利宝控股	13.36	13.36	--	--	--	19.54	

资料来源：Wind、国信证券（香港）研究部整理，截至2018年9月26日收盘

9月份，呷哺呷哺成为港股通中第一家连锁餐饮公司，随着其高端品牌“凑凑”逐渐进入消费者视野，我们对该公司未来客单价和盈利能力的提升持乐观态度。尽管南下资金的介入有利于提高其在资本市场的流动性，而呷哺呷哺从休闲快餐到高端体验的转型，保持客户粘性则是公司需要考虑的重点。

表4 2015-2017年海底捞国际与呷哺呷哺主要数据对比

货币：人民币		2015年	2016年	2017年	2018年6月30日
		截止至12月31日			
收入（亿元）	海底捞	57.57	78.08	106.37	73.43
	呷哺呷哺	24.25	27.58	36.64	15.76
净利润（亿元）	海底捞	2.73	7.35	10.28	6.46
	呷哺呷哺	2.63	3.68	4.20	2.09
收入增速	海底捞		35.63%	36.23%	54.38%
	呷哺呷哺		13.73%	32.85%	34.10%
净利润增速	海底捞		169.2%	39.86%	52.19%
	呷哺呷哺		39.74%	14.17%	11.24%
餐厅数量	海底捞	146	176	273	341
	呷哺呷哺	552	637	759	780
翻台率	海底捞	4.0	4.5	5.0	4.9
	呷哺呷哺	3.4	3.4	3.3	2.8
同店销售增长	海底捞(内地)		13.81%	14.07%	6.40%
	呷哺呷哺		3.00%	8.50%	7.30%
人均消费（元）	海底捞(内地)	89.2	91.4	94.6	100.3
	呷哺呷哺	46.8	47.7	48.4	52.2

资料来源：海底捞国际控股有限公司招股说明书、呷哺呷哺公司公告、国信证券（香港）研究部整理

表5 海底捞国际与呷哺呷哺2017年度各项经营数据对比

货币：人民币	16/17年收入增速	2017年市场份额	2017年餐厅数	2017年每间餐厅年度收入（千万元）	2017年翻台率	2017年人均消费（元）	2017年度客流量（亿人）
海底捞	36.23%	2.20%	273	3.82	5	94.6	1.026
呷哺呷哺	32.85%	0.80%	759	0.48	3.3	48.4	0.8

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券（香港）研究部整理

资料来源：海底捞国际控股有限公司招股说明书、呷哺呷哺公司公告、国信证券（香港）研究部整理

未来竞争力

公司表示将从两个方面提高未来收入，一是丰富服务内容主要为推出新产品，包括等候区的自动贩卖机、在非高峰时段推出早餐和下午茶菜品、自主买单服务等。近期已推出自主品牌的啤酒，仍有更多新品准备上市。二是大力发展 O2O 业务，公司将借助现有的 1870 万注册会员和每年 1 亿人客流量来加强线上与线下的互动，2018 年下半年将发布移动应用程序，促使顾客可在线上购买店内同款菜品，来强化 O2O 业务的变现能力。

盈利预测及估值

公司目前总门店数 363 家，包括新开设 96 家和已签租约 162 家，预计全年新开设 180-220 家门店，以中位数 200 家新开门店新开门店预测，由于上半年开店需到下半年才会看到盈利效果，我们保守预计，2018 年收入增速 64%，利润增速 50%。公司以上限价 17.8 港元发行，对应 2017 年市盈率 70 倍。我们预计公司未来三年收入及利润将保持稳定增长，但投资新业务将使得经营活动现金流承压，不断的门店扩张意味着资本开支继续增加。因此，我们认为公司 2018 和 2019 年的市盈率为 35 和 28 倍。根据 DCF 模型，我们预测未来 6-12 个月股价为 17.38HKD（港汇 0.8792），给予“中性”评级。

表 6 损益表预测

INCOME STATEMENT CNY in thousand	2015 FY	2016 FY	2017 FY	2018E FY
Revenues	5,756,682	7,807,686	10,637,170	17,869,382
COGS	(2,599,740)	(3,179,281)	(4,313,230)	(6,776,070)
Gross Revenue	3,156,942	4,628,405	6,323,940	11,093,312
SG&A	(2,369,235)	(2,976,045)	(4,362,575)	(7,172,770)
Other operating income (expense)	(251,003)	(355,020)	(423,333)	(552,000)
EBIT	536,704	1,297,340	1,538,032	3,368,542
Equity earnings (losses)	-	-	482	1,494
Interest & investment income	2,655	3,710	4,663	4,230
Interest expense	(3,221)	(8,167)	(8,614)	(5,508)
Other non-operating income (expense)	23,970	52,994	90,487	48,062
Earnings before taxes	560,108	1,345,877	1,625,050	3,416,821
Income taxes	(149,426)	(367,686)	(430,708)	(939,626)
Minority interest	137,989	243,022	166,497	183,147
Earnings before extra-ordinary items	272,693	735,169	1,027,845	2,294,048
Net income (loss)	272,693	735,169	1,027,845	2,294,048
EPS - Basic	0.06	0.16	0.21	0.43

资料来源：海底捞国际控股有限公司招股说明书、国信证券（香港）研究部整理

表7 现金流量表预测

CASH FLOW STATEMENT	2015	2016	2017	2018
CNY in thousand	FY	FY	FY	FY
Net income (loss)/First line	272,693	735,169	1,027,845	2,294,048
Depreciation & amortization	239,179	285,918	359,839	208,543
Other non-cash adjustments	128,453	317,274	122,321	(63,155)
Changes in working capital	1,664	75,700	(110,289)	(897,415)
Operating cash flow	641,989	1,414,061	1,399,716	1,542,021
Purchase of fixed assets(Net)	(400,196)	(424,519)	(1,234,696)	(982,816)
Purchase of investments(Net)	(514,279)	(822,255)	(319,985)	(108,223)
Other investing cash flow	(1,445)	(34,102)	(10,174)	(94,116)
Investing cash flow	(915,920)	(1,280,876)	(1,564,855)	(1,185,155)
Dividends, net	-	-	-	(46,890)
Long-term debt issued	163,168	164,115	474,140	20,000
Stock issued	0	0	107	-
Other financing activities, net	(4,577)	(6,380)	(369,304)	(170,631)
Financing cash flow	158,591	157,735	104,943	(197,521)
Foreign exchange effects	(53)	(160)	(32,341)	24,000
Other cash flow adjustments	(24,140)	(41,479)	(32,307)	(32,000)
Net change in cash	(139,533)	249,281	(124,844)	151,346
Beginning cash	297,128	157,595	406,876	282,032
Ending cash	157,595	406,876	282,032	433,378

资料来源：海底捞国际控股有限公司招股说明书、国信证券（香港）研究部整理

表8 资产负债表预测

BALANCE SHEET	2015	2016	2017	2018E
CNY in thousand	FY	FY	FY	FY
ASSETS				
Cash & cash equivalents	157,595	406,876	282,032	433,378
Short-term investments	45,390	27,486	39,006	125,086
Accounts receivable	885,419	729,070	919,024	1,554,636
Inventories	41,065	49,707	95,118	125,086
Other current assets	54,593	43,536	126,514	125,086
Total current assets	1,184,062	1,256,675	1,461,694	2,363,271
Net property, plant & equipment	796,628	943,041	2,085,428	2,859,701
Intangibles	19,219	14,954	10,619	11,150
Investments & advances	6,494	6,937	4,482	26,625
Deferred tax assets	42,177	49,000	52,754	125,086
Non-operating assets	358,038	478,916	120,848	214,433
Total assets	2,406,618	2,749,523	3,735,825	5,600,266
LIABILITIES & EQUITY				
Current portion and short-term debt	414,391	567,451	347,764	347,764
Accounts payable	185,023	246,052	279,945	482,473
Other current liabilities	645,005	828,815	1,990,428	1,554,636
Total current liabilities	1,244,419	1,642,318	2,618,137	2,384,874
Long-term debt	-	11,111	9,456	29,456
Deferred tax liabilities	3,290	21,743	13,398	22,575
Other liabilities	1,991	2,611	3,853	6,473
Total liabilities	1,249,700	1,677,783	2,644,844	2,443,377
Ordinary Shares	-	-	107	107
reserve	723,151	800,401	1,117,869	1,006,082
Other comprehensive profit	-3,923	1,616	-28,891	2,513,308
Minority equity	437,690	269,723	1,896	(181,251)
Total equity	1,156,918	1,071,740	1,090,981	3,338,139
Total liabilities & equity	2,406,618	2,749,523	3,735,825	5,600,266

资料来源：海底捞国际控股有限公司招股说明书、国信证券（香港）研究部整理

风险提示

- (i) 行业竞争格局加剧：中国自营连锁餐厅市场高度分散，消费者口味变化难以预测及追随，当下依靠流量的时代，新晋商家容易抢占市场，虽然行业壁垒较低但生存长久的企业才是胜者。
- (ii) 新开门店增速不及预期：高速扩张带来的是极大的资本和人力支出，扩张的可持续性有待观察，特别是一线城市和商圈的新增门店极有可能侵占老店面的客流，导致旧门店的翻台率降低或同店增速下降。
- (iii) 食品安全及质量受损：近期频繁出现餐厅食品安全问题，从采购质控到后厨卫生再到服务态度，媒体报道加网络传播将这些问题迅速拉进公众讨论区，投资者也将更快反应在二级市场上。

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

Buy: A return potential of 10 % or more relative to overall market within 6 – 12 months.

Neutral: A return potential ranging from -10% to 10% relative to overall market within 6 – 12 months.

Sell: A negative return of 10% or more relative to overall market within 6 –12 months.

Sector Ratings:

Overweight: The sector will outperform the overall market by 10% or higher within 6 –12 months.

Neutral: The sector performance will range from -10% to 10% relative to overall market within 6 –12 months.

Underweight: The sector will underperform the overall market by 10% or lower within 6 – 12 months.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively “Guosen Securities (HK)”) has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such

distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

买入：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘涨幅在 10%以上；

中性：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘涨幅介于-10%与 10%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘跌幅大于 10%。

行业评级

超配：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 10%以上；

中性：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-10%与 10%之间；

低配：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 10%以上。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益(包括持股)，在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责声明

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。