证券研究报告

消费

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

6862.HK 海底捞

审慎增持 （首次）

海底捞，不只是火锅

2018 年 12 月 11 日

市场数据

日期	2018/12/10
收盘价（港元）	17.72
总股本（亿股）	53.00
总市值（亿港元）	939.16
流通市值(亿港元)	936.16
净资产（亿元）	10.91
总资产（亿元）	37.36
每股净资产（元）	0.21

主要财务指标

会计年度	FY2017A	FY2018E	FY2019E	FY2020E
营业收入(百万元)	10,637	17,136	26,052	35,283
同比增长(%)	36.2%	61.1%	52.0%	35.4%
净利润(百万元)	1,194	1,625	2,489	3,050
同比增长(%)	22.1%	36.1%	53.1%	22.5%
毛利率(%)	59.5%	58.1%	58.2%	58.1%
净利润率(%)	11.2%	9.5%	9.6%	8.6%
净资产收益率（%）	108.7%	34.9%	27.0%	26.7%
每股收益(元)	0.22	0.34	0.52	0.63
每股经营现金流(元)	0.29	0.66	1.02	1.29

数据来源：公司资料、兴业证券经济与金融研究院

相关报告

海底捞（6862.HK）-新股点评：中式餐饮执牛耳者-20180912

穿云弓，火锅炽热前行-行业报告-20180928

海外消费研究

分析师：张忆东
zhangyd@xyzq.com.cn
SFC：BIS749
SAC：S0190510110012

联系人：李明
limingyjy@xyzq.com.cn
SFC：AXK332
SAC：S0190118070111

投资要点

- **海底捞，不只是火锅。**海底捞创立于 1994 年，是一家以经营川味火锅为主、融汇各地火锅特色的火锅连锁企业。二十多年来历经市场和顾客的检验，成功打造出信誉度高、服务周到、颇具特色的火锅品牌。提到海底捞，顾客首先想到的是优质的服务，其次是放心的食材，再次是 24 小时营业特色，最后或许是排得长长的队伍。目前海底捞已经将周到细致的服务变成企业文化的代名词，从成立初贯彻至今，已经深入骨髓，难被复制。

- **餐饮行业的快速和持续扩张面临五大痛点，其中火锅行业自身化解“标准化难”问题；海底捞的经营模式和文化能够为其他四项痛点提供有效解决办法。**由于被自身五大痛点所限制，餐饮行业上市扩张大多不顺。1、针对标准化难，火锅无需烹调，标准化相对容易。2、针对供应链效率低，海底捞拥有强大供应链体系。3、针对新店管理乱+员工流失率高，海底捞采用扁平化管理，且高度重视员工。4、针对难形成强品牌力，海底捞注重服务、严保食品品质、贴近年轻用户群。5、针对持续发展所需资金庞大，海底捞于 9 月 26 日上市，筹资 75.561 亿港币。

- **未来一线城市提升密度，二三线及以下城市增加覆盖面，关注火锅外卖业务。**目前公司在一线城市店面趋于饱和，预计未来年增店数 20 家左右，通过提升密度实现收入稳定增长。未来二、三线城市将成为增长的中坚力量，预计年增店数 80-140 家。中国在线餐饮外卖市场广阔，海底捞是中国首个推出火锅外卖服务的品牌，先发优势明显。2017 年，海底捞外卖收入达 2.19 亿元，同比增加 49.72%，是海底捞所有业务中增速最快的部分，预计 2020 年外卖收入可达 6.00 亿。

- **我们的观点：**我们预计公司 2018-2019 年 EPS 分别为 0.34 及 0.52 元，目前估值处于行业较高水平。考虑到公司较快的增速预期和独特的企业文化，给予一定的估值溢价。目标价 20.63 港元，给予审慎增持评级。

风险提示：成本显著上升、食品安全、门店扩张速度放缓、管理纰漏

Outperform

Haidilao International Holding (6862.HK)

In-depth report: Haidilao, More Than Hot pots

12/11/2018

Consumer Goods

Key Data
Dec. 10, 2018

Closing Price（HKD）	17.72
Total Shares (Mn)	53.00
Market Cap(HKD/Mn)	939.16
Market Float(HKD/Mn)	936.16
Net Assets (RMB/Mn)	10.91
Total Assets (RMB/Mn)	37.36
BVPS(RMB)	0.21

Key Financial Indicators

FY	2017A	2018E	2019E	2020E
Revenue (Mn/RMB)	10,637	17,136	26,052	35,283
YoY (%)	36.2%	61.1%	52.0%	35.4%
Net Profit (Mn/RMB)	1,194	1,625	2,489	3,050
YoY (%)	22.1%	36.1%	53.1%	22.5%
Gross Margin (%)	59.5%	58.1%	58.2%	58.1%
Net Profit Margin (%)	11.2%	9.5%	9.6%	8.6%
ROE (%)	108.7%	34.9%	27.0%	26.7%
EPS (RMB)	0.22	0.34	0.52	0.63
OCFPS (RMB)	0.29	0.66	1.02	1.29

Analyst

Zhang Yidong
Associate Dean, Institute of Economic Finance, Industrial Securities
Zhangyd@xyzq.com.cn
SFC: BIS749
SAC: S0190510110012

Contact

Li Ming
Limingyjy@xyzq.com.cn
SFC: AXK332
SAC: S0190118070111

Key points for investment:

Haidilao, more than hot pots. Founded in 1994, Haidilao is a hot pot chain enterprise that specializes in Sichuan-style hot pot and integrates hot pot features of other places. Over the past 20 years, through the test of the market and customers, it has successfully created a hot pot brand with high credibility, thoughtful service and distinctive features. When it comes to Haidilao, the first thing customers think of is the quality of service, followed by reassuring ingredients, once again 24 hours of business, and finally a long queue. Haidilao has become a synonym for corporate culture with its thoughtful and meticulous service. Since its establishment, Haidilao has transferred its thoughtful and meticulous service into its own culture, which is hard to be copied.

Five points prevent the rapid and continuous expansion of the catering industry, hot pot industry can solve the problem of standardization by itself, the other four problems would be settled down by Haidilao's culture and business model. Due to the limitations of its five painful points, the catering industry's listing expansion is mostly unsatisfactory. 1. For the problem of standardization, hot pot does not need cooking, and standardization is relatively easy. 2. For the low efficiency of the supply chain, Haidilao has a strong supply chain system. 3, for the new store management chaos + high turnover rate, Haidilao uses flat management, and attaches great importance to employees. 4. For the difficulty of forming a strong brand power, Haidilao pays attention to service, strictly guarantees food quality and is close to young users. 5. The funds required for sustainable development are huge. Haidilao was listed on September 26 and raised HK$7.5561 billion.

In the future, stores in the first tier cities will increase their density, and stores in the second and third tiers cities will increase their coverage and pay attention to hot pot take-out business. At present, the company's stores in the first-tier cities tend to be saturated. It is estimated that the number of stores will increase by 20 in the future, and the income will increase steadily by increasing the density. The second and third tier cities in the future will become the backbone of growth, with an estimated 80-140 stores. China's online food and beverage outlet market is vast, and Haidilao is China's first brand to launch hot pot takeaway service. In 2017, Haidilao's take-out income reached 219 million yuan, an increase of 49.72% year-on-year. It is the fastest growing segment of all business in Haidilao. It is estimated that the 2020 foreign sales revenue will reach 600 million.

Our view: We expect the company's EPS in 2018-2019 to be 0.34 and 0.52yuan respectively, and the company's current valuation is at a high level of the industry. Thinking of the company's rapid expected growth and unique company culture, a certain valuation premium is given. The target price is HK$20.63, and an outperform rating is given.

Potential risks: significantly rising costs, food safety, slower expansion of stores, management issues

目 录

1、 深耕火锅主业，拓展多元副业，稳居龙头宝座 ..... - 6 -
1.1、 公司简介：火锅翘楚初探资本市场，业绩大放异彩..... - 6 -
1.2、 发展历史：历经二十余年，成为行业领军企业..... - 7 -
1.3、 股权结构：创始人控股，经营稳健 ..... - 8 -
1.4、 经营业绩：营业收入与净利润高速增长 ..... - 9 -
2、 餐饮行业扩张的痛点及火锅行业的化解之道 ..... - 9 -
2.1、 餐饮行业五大痛点总结 ..... - 9 -
2.2、 痛点一：难以标准化 VS 火锅行业的化解之道..... - 11 -
2.2.1、 借助先天优势，火锅盈利能力与创收能力优于其他餐饮同行 - 11 -
2.2.2、 火锅为中餐中最大品类，规模持续扩张..... - 13 -
3、 海底捞成功化解其余四项痛点，领跑火锅行业 ..... - 14 -
3.1、 痛点二：供应链效率低 VS 强大供应链体系支持海底捞稳健前行.. - 14 -
3.1.1、 优势一：有效控制食材质量和供应效率..... - 15 -
3.1.2、 优势二：食材采购议价能力强，成本得以有效控制... - 15 -
3.1.3、 优势三：发展战略一致，上下游配合度高..... - 16 -
3.2、 痛点三：新店管理乱+员工流失率高 VS 海底捞扁平化管理+高度重视员工- 17 -
3.2.1、 优势一：扁平化组织结构保障门店自主性经营，提高运营效率 ..... - 17 -
3.2.2、 优势二：培训制度完善，晋升通道清晰，分红机制激励，储备人才充足 ..... - 17 -
3.2.3、 优势三：给予员工最大自由度和酬劳，员工获得归属感- 18 -
3.3、 痛点四：难形成强品牌力 VS 海底捞品牌优势明显..... - 19 -
3.3.1、 极致的服务塑造海底捞独特的就餐体验..... - 19 -
3.3.2、 绩效评估将顾客体验纳入首要考核标准，保障餐厅服务质量 - 20 -
3.3.3、 严格保证食品品质 ..... - 20 -
3.3.4、 贴近年轻用户群，拓展网红效应，改变公司形象..... - 21 -
3.3.5、 强品牌力支撑租金议价能力 ..... - 23 -
3.4、 痛点五：持续发展所需资金庞大 VS 海底捞上市筹资..... - 24 -
3.4.1、 新开店面所需成本高昂，通过上市筹集资金..... - 24 -
3.4.2、 资金用途主要在拓展计划 ..... - 25 -
4、 未来收入增长引擎 ..... - 26 -
4.1、 餐厅网络稳步扩张：一线城市提升密度，二三线城市及以下增加覆盖面 ..... - 26 -
4.2、 新业态带动新增长 ..... - 28 -
5、 财务分析 ..... - 29 -
6、 盈利预测与估值 ..... - 32 -
6.1、 盈利预测 ..... - 32 -
6.2、 估值与评级 ..... - 34 -
7、 风险提示 ..... - 35 -

图 1、 海底捞业务概览 ..... - 6 -
图 2、 公司餐厅数量激增 ..... - 7 -
图 3、 公司餐厅全球布局（截至 9 月 12 日） ..... - 7 -

图 4、 海底捞股权结构（截至 2018 年 11 月）.....- 8 -
图 5、 公司营业收入结构.....- 9 -
图 6、 公司净利润.....- 9 -
图 7、 2017 年各餐饮员工流失率.....- 10 -
图 8、 火锅菜品标准化、多样化.....- 11 -
图 9、 2017 年各类餐饮坪效.....- 12 -
图 10、 2017 年各餐饮人工成本占比.....- 12 -
图 11、 火锅营业额增速高于其他餐饮.....- 13 -
图 12、 火锅净利率高于其他餐饮.....- 13 -
图 13、 火锅在中式餐饮中占最大市场份额.....- 13 -
图 14、 我国火锅餐饮市场规模及其增速.....- 14 -
图 15、 我国火锅餐厅规模占中式餐饮比重逐年提升.....- 14 -
图 16、 我国火锅餐厅数目.....- 14 -
图 17、 海底捞的关联公司.....- 15 -
图 18、 火锅食材价格指数.....- 16 -
图 19、 公司毛利润稳中有升.....- 16 -
图 20、 颐海国际产能扩张计划.....- 16 -
图 21、 公司组织架构.....- 17 -
图 22、 公司员工晋升通道.....- 18 -
图 23、 师徒制分红机制.....- 18 -
图 24、 人工成本占比.....- 19 -
图 25、 人均年薪和人均创收.....- 19 -
图 26、 创意性服务：一个人的饭局不代表寂寞.....- 19 -
图 27、 创意性服务：为婴儿顾客提供婴儿床服务.....- 19 -
图 28、 公司餐厅评级.....- 20 -
图 29、 食品品质把控措施.....- 21 -
图 30、 火锅年轻化程度高.....- 21 -
图 31、 消费者参照抖音视频配置调料.....- 22 -
图 32、 升级版的门店装修风格.....- 23 -
图 33、 新 Logo 意在获得更多年轻群体消费者.....- 23 -
图 34、 代表餐饮企业租金成本占比.....- 23 -
图 35、 海底捞门店数加速增长.....- 24 -
图 36、 海底捞上市融资资金用途.....- 25 -
图 37、 海底捞餐厅网络分布.....- 26 -
图 38、 海底捞各级城市餐厅占比.....- 26 -
图 39、 海底捞一线城市同店增长率落后于全国平均水准.....- 26 -
图 40、 海底捞一线城市客单价高于其他城市.....- 26 -
图 41、 二、三线城市餐厅数量翻倍.....- 27 -
图 42、 三线城市餐厅每日招待顾客数实现低基数高增长.....- 27 -
图 43、 海底捞分城市等级餐厅收入.....- 27 -
图 44、 海底捞二、三线城市餐厅收入增幅大.....- 27 -
图 45、 海底捞啤酒.....- 28 -
图 46、 海底捞乳酸菌饮料.....- 28 -
图 47、 外卖市场规模.....- 28 -
图 48、 外卖用户规模.....- 28 -
图 49、 海底捞外卖收入.....- 29 -
图 50、 外卖是增速最快的业务.....- 29 -
图 51、 海底捞营业收入及增速.....- 29 -
图 52、 海底捞各项收入占比.....- 29 -
图 53、 2017 年海底捞翻台率分区数据.....- 30 -

图 54、 海底捞翻台率分年度数据 ..... - 30 -
图 55、 海底捞同店增速 ..... - 30 -
图 56、 海底捞同店增速拆分 ..... - 30 -
图 57、 海底捞客单价 ..... - 31 -
图 58、 海底捞客单价增速与 CPI 增速 ..... - 31 -
图 59、 海底捞净利率 ..... - 31 -
图 60、 海底捞 ROE 领先于同行（2017 年） ..... - 32 -
图 61、 海底捞资产周转率领先于同行（2017 年） ..... - 32 -
图 62、 海底捞财务杠杆高于同行（2017 年） ..... - 32 -
图 63、 羊肉价格指数 ..... - 33 -

表 1、 公司发展历史 ..... - 8 -
表 2、 海底捞向关联公司采购原材料比例 ..... - 15 -
表 3、 颐海国际提供给海底捞价格比给第三方低 ..... - 16 -
表 4、 海底捞新增店所需金额 ..... - 24 -
表 5、 2017 中国火锅前 10 强上市情况 ..... - 25 -
表 6、 未来门店数量预测 ..... - 27 -
表 7、 公司盈利预测 ..... - 33 -
表 8、 WACC 计算过程 ..... - 34 -
表 9、 行业估值表 ..... - 35 -
附表 ..... - 36 -

报告正文

1、深耕火锅主业，拓展多元副业，稳居龙头宝座

1.1、公司简介：火锅翘楚初探资本市场，业绩大放异彩

中国最大的火锅连锁，服务特色家喻户晓。海底捞创立于 1994 年，是一家以经营川味火锅为主、融汇各地火锅特色为一体的大型跨省直营餐饮品牌火锅店，主要运营“海底捞”品牌的川式火锅业务。除主营业务餐厅经营外，公司还提供线上和线下火锅外卖“Hi 捞送”、调味料零售及食材零售业务。海底捞始终坚持“无公害，一次性”的选料和底料原则，严把原料关、配料关。二十多年来历经市场和顾客的检验，成功打造出信誉度高、颇具特色的火锅品牌。

海底捞，不只是火锅。提到海底捞，顾客首先想到的是优质的服务，其次是放心的食材，再次是 24 小时营业特色，最后或许是排得长长的队。海底捞已经将周到细致的服务变成企业文化的代名词，从成立初贯彻至今，已经深入企业骨髓，难被复制。

图1、海底捞业务概览

海底捞经典网红四宫格火锅

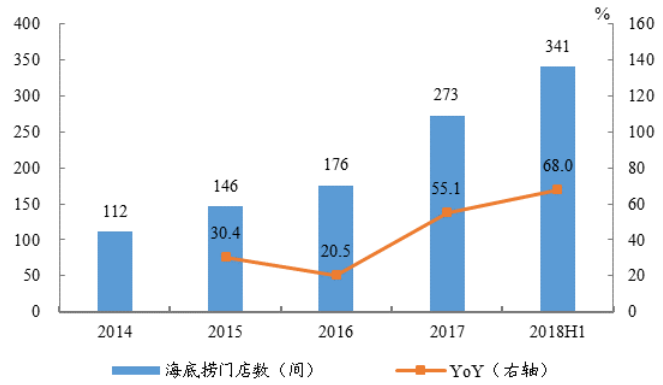
海底捞火锅外卖“Hi 捞送”

海底捞调味料

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

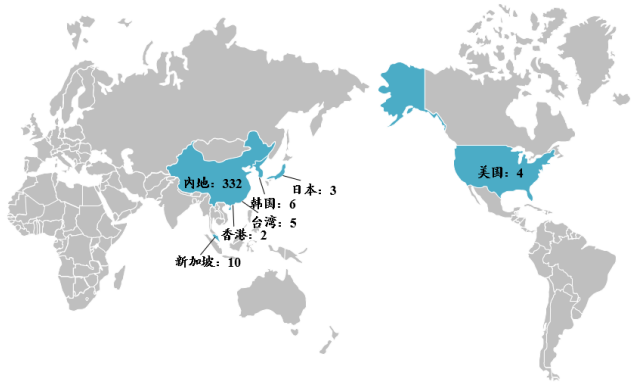
海底捞餐厅业务国际化进程加快，门店数量激增。截止 2018 年上半年，公司拥有 341 家门店，其中境内门店 316 家，境外门店 25 家。境内范围中一线城市门店 78 家，二线城市门店 153 家，三线及以下城市门店 85 家。保守估计，2017-2020 年，餐厅数量年复合增长率为 54.1%。随着快速的全球扩张和门店扩散，海底捞已发展成为全球领先的中式餐饮品牌。

图2、公司餐厅数量激增



资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、公司餐厅全球布局（截至 9 月 12 日）



资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、发展历史：历经二十余年，成为行业领军企业

海底捞由张勇夫妇与施永宏夫妇于 1994 年创立。创始人张勇夫妇与施永宏夫妇以个人积蓄于四川简阳开设以“海底捞”为品牌的首家火锅餐厅，主营川式火锅。

餐厅网络逐步向国内一线城市渗透。自 1999 年海底捞首次出川后，公司逐步在一线城市开店。2004 年和 2006 年，海底捞先后进入北京和上海市场。凭借极致的服务与就餐体验，海底捞于 2008 年被授予“中国名火锅称号”。

率先推出自营火锅外卖服务。2010 年海底捞拓展业务，率先推出自营火锅外卖，进一步利用餐厅经营时间，提高销售密度。

提速餐厅网络布局。2012 年海底捞第一家海外门店在新加坡开业。随后，公司于 2013 年和 2014 年先后打入美国和韩国市场。2017 年海底捞进入加速扩张周期。2018 年公司餐厅数量超过 300 家。

表1、公司发展历史

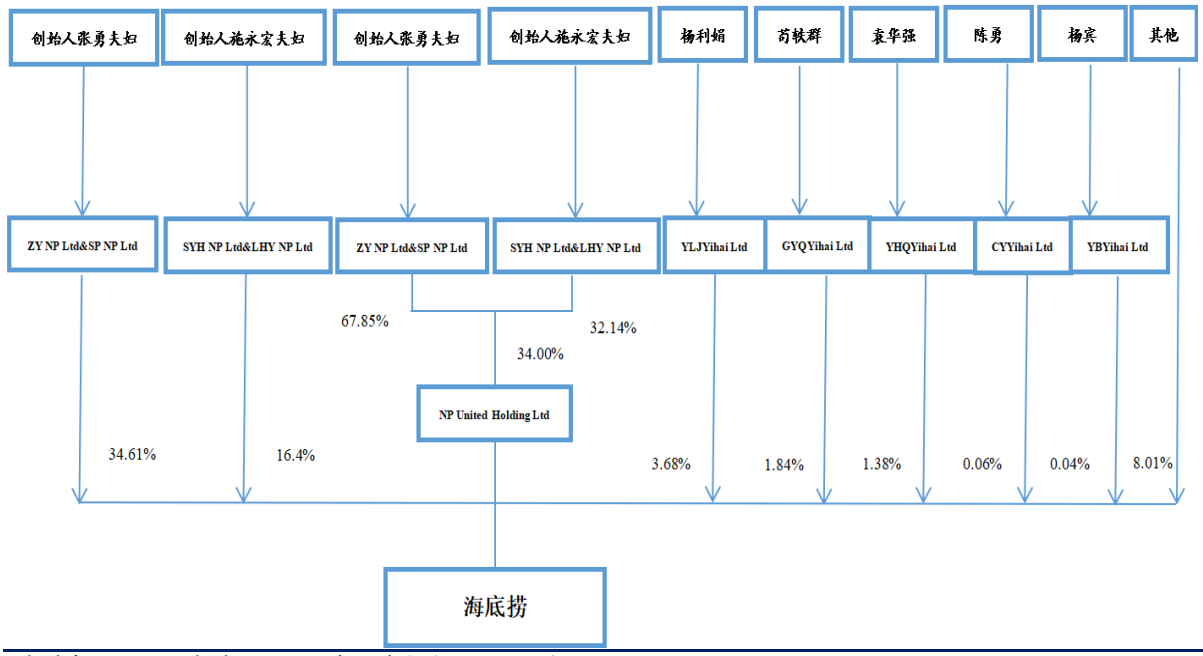
年份	事件
1994	首家海底捞餐厅于四川简阳开业
1999	海底捞首次出川，落地陕西西安
2004	海底捞进驻北京市场
2006	餐厅网络拓展至上海
2007	获得中国质量认证中心颁发的 HACCP 质量管理系统认证
2008	获中国烹饪协会授予“中国名火锅”称号
2010	海底捞率先推出自营火锅外卖
2011	海底捞成立蜀海集团；“2010 年度中国餐饮企业百强”排名第二十
2012	首家海外门店于新加坡正式营业
2013	海底捞进军美国市场；“2012 年度中国餐饮企业百强”排名第九
2014	韩国首尔海底捞店正式营业；海底捞餐厅数量突破 100 家
2017	年客流量达到 1.06 亿人次
2018	餐厅数量突破 300 家；“2018 中国火锅餐饮集团 20 强”位居第一

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、股权结构：创始人控股，经营稳健

公司股权结构清晰。海底捞控股股东为创始人张勇，张勇个人拥有公司发行股份44.01%的权益。张勇夫妇通过 ZY NP Ltd. 及 SP NP Ltd. 直接持股 34.61%。施永宏夫妇通过 SYH NP Ltd. 及 LHY NP Ltd. 直接持股 16.40%。NP United Holding Ltd.（张勇夫妇持有该公司 67.85%权益）持股 34.00%。经历二十余年的运营，创始人积累了丰富的市场及管理经验。全球发行完成后，张勇和施永宏仍担任执行董事，负责统筹公司管理及战略发展。

图4、海底捞股权结构（截至 2018 年 11 月）

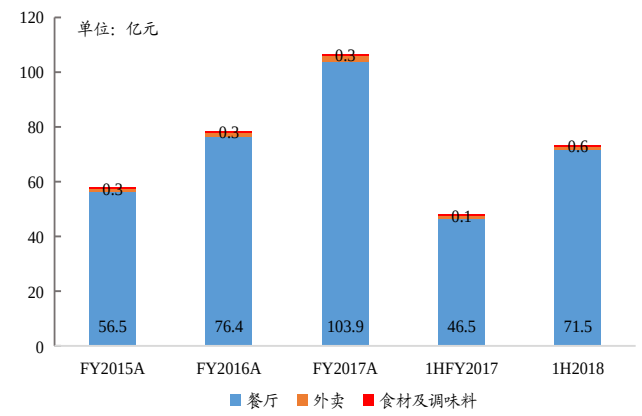


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

1.4、经营业绩：营业收入与净利润高速增长

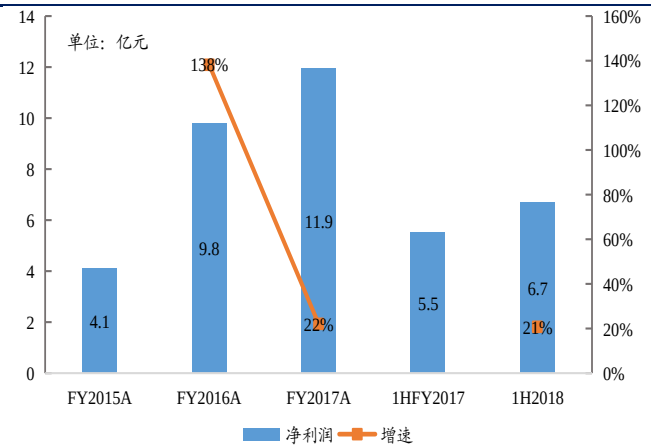
整体营收与净利润增长强劲，餐厅业务为贡献主体。收入方面，2017 年海底捞实现营收 106.37 亿元，同比增长 36.2%。其中核心业务餐厅收入为 103.9 亿元，占比 97.7%；外卖业务收入占比增加至 2.1%，收入由 2015 年的 0.7 亿元增加到 2017 年的 2.2 亿元；调味料及食材收入占比稳定在 0.3%，2015-2017 年营收年复合增长率为 35.9%。净利润方面，2017 年公司实现净利润 11.9 亿元，同比增加 22.1%。公司盈利维持在较高水平，2015-2017 年净利润年复合增长率为 70.5%，是火锅及中式餐饮行业的龙头。

图5、公司营业收入结构



资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、公司净利润



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2、餐饮行业扩张的痛点及火锅行业的化解之道

2.1、餐饮行业五大痛点总结

拥有一定规模的餐饮企业，寻求持续发展之路并不顺畅。曾经餐饮行业的排头兵，如味千拉面、翠华控股、小南国等，在香港风光上市后只历经短暂红火期，后续业绩未能如预期上扬，股价也一泻千里。对于整个餐饮行业来说，上市的目的除了提高知名度，还有一个重要原因是募集资金，通过募集得到的资金扩张店面，进行异地复制，这是发展壮大的必经之路。尽管套路很简单，也有麦当劳、百胜等西式快餐成功扩张的样板，但是对于中式餐饮而言，大多折戟沉沙于半路，至今尚未有大规模异地复制成功的先例。

我们分析中式餐饮行业扩张难是由于存在五大痛点：1、标准化难；2、供应链低效；3、新店管理混乱与员工流失率高；4、不易塑造强品牌力；5、持续发展资金需求庞大。

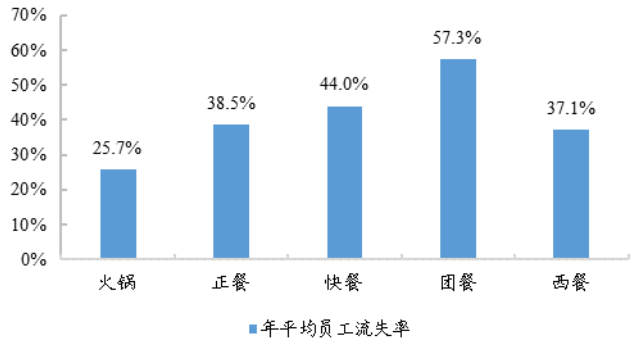
1、难以标准化：中餐的烹调方式区别于西餐，其独特之处在于无法明确说明火候的把控、调料的拿捏，细节都依赖厨师自行掌控，因此很容易导致口味差异大，难以标准化。

2、供应链管理效率低：菜品质量、卫生水平、新鲜程度、成本控制是对每家餐饮企业的考验，任一环节都不容出错。但一般来说，餐饮业存在供应链较长，效率低、食材质量难以保障的问题，这些都会导致消费者体验差。同时有些小型企业缺乏和供应商的议价能力，导致成本无法控制，最终影响到餐厅的持续发展。

3、新店内部管理混乱，员工流失率高：随着餐饮行业的不断发展，越来越多的餐饮企业在发展过程中不断寻求突破。很多餐厅从最初的单店经营逐步扩大到连锁经营的发展模式，而随着餐厅分店不断增多，不少新店遭遇了经营管理问题，因此闭店频发。中国餐饮报告中最新数据显示，2017 年餐饮市场关店数为开店数的 91.6%。

混乱的管理会影响员工满意度，接踵而来的就是员工流失率问题。餐饮业的员工流失率在社会服务中普遍偏高。对比酒店业，根据中国旅游协会人力资源开发培训中心的调查结果，近 5 年酒店业员工流失率为 24%，低于餐饮业的一般水平。2017 年，我国餐饮行业人员流失率很高，其中团餐最高达 57.3%，火锅最低为 25.7%。

图7、2017 年各餐饮员工流失率



资料来源：中国饭店业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

4、品牌优势不明显：中式餐饮口味变化万千，鲜有餐饮品牌形成绝对统治力。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。因此餐饮品牌更新换代速度很快，难以聚集强劲的品牌力。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，削弱餐饮品牌凝聚品牌力的能力。

5、持续发展所需资金庞大：餐饮企业若想持续发展，加强自身品牌力和竞争力，店面扩张势在必行。而扩增店面需要大额初始资金来支付租金、装修费用、设备、

员工工资等，可能超过自身所能赚取营业利润。因此，餐饮企业的扩张需要较大的资金来源。

作为中式餐饮的子行业，火锅业借助自身优势可解决第一项“标准化”难题，但其余四项问题仍根植于餐饮行业中，需要企业自行解决。

2.2、痛点一：难以标准化 VS 火锅行业的化解之道

中餐因烹调方式导致难标准化，但火锅不具备这种天然劣势。中餐很容易出现口味不稳定的情况，工序和食材难以标准化。而火锅不具备这种天然劣势，不用太多烹调过程，只需消费者自行选购食材、配置蘸料并且自己涮煮食物。因此火锅企业无需技艺精湛的厨师，只要准备所用原材料，同时严格把关原材料的质量，标准化相对容易。易标准化意味着火锅企业可复制扩张。常见的火锅食材包括薄肉片、绿叶蔬菜、根菜头及蘑菇、肉丸、豆腐及海鲜。

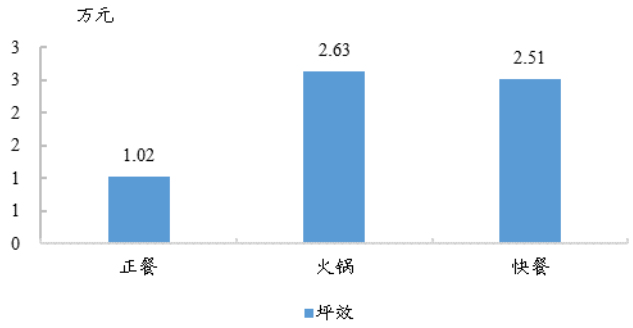
图8、火锅菜品标准化、多样化

资料来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2.1、借助先天优势，火锅盈利能力与创收能力优于其他餐饮同行

- **优势一：火锅餐厅食材无需烹饪，因此对后厨面积需求不大，坪效高。**据调查，火锅餐厅厨房面积比为 5：1，远超一般餐厅的 2：1，可以理解为相同的店面积，火锅餐厅将更多空间用于接待客人、创造利润，所以火锅餐厅坪效高于其他餐饮。2017 年火锅行业坪效为 2.63 万元，远高于正餐的 1.02 万元，甚至超过主打效率的快餐行业。

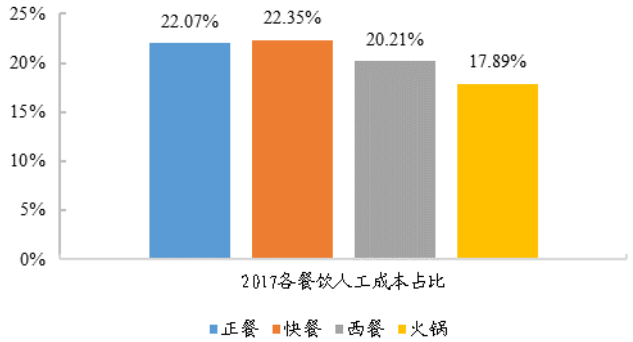
图9、2017 年各类餐饮坪效



资料来源：饭店行业报告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **优势二：火锅餐厅对厨师依赖度小，人工成本低，出品口味稳定。**火锅无需全程烹饪，对厨师的需求远低于其他餐饮同行。厨师是一个餐厅是否成功的最直接因素，餐厅愿意支付给厨师的薪水高于其他员工。少了厨师这一环节，火锅行业的人工成本大大低于其他餐饮业。

图10、2017 年各餐饮人工成本占比

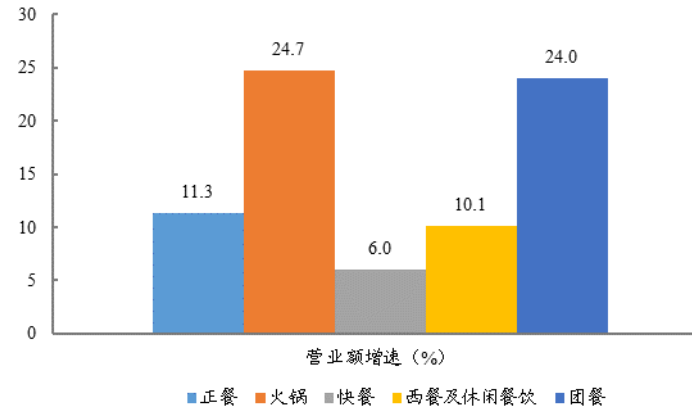


资料来源：饭店行业报告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **优势三：火锅餐厅的食材、调料可在后厨提前加工处理，运营效率高。**餐厅可实现点餐快、出餐快、用餐快、买单快的运营模式，翻台率高于其他餐饮（中式正餐的翻台率为 1.5-2.5，普通火锅店 3.0-5.0，快餐 7.0 以上）。

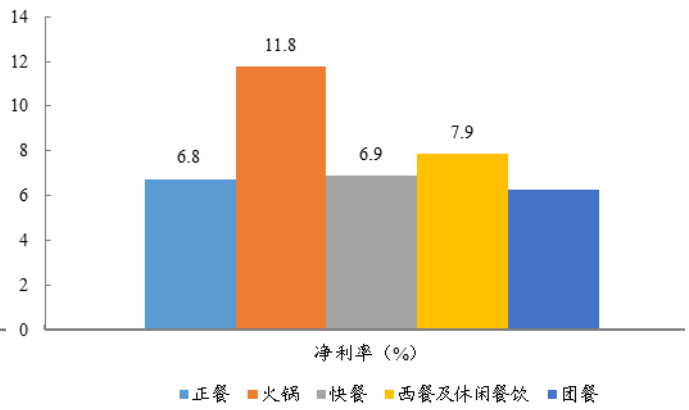
由于火锅行业坪效高，翻台率高，人工成本低廉，使得火锅行业的创收能力和经营效率强于其他餐饮。据中国饭店协会《2018 中国餐饮业年度报告》，2017 年火锅行业营业额增速 24.7%，2017 年火锅行业平均净利率为 11.8%，均远高于正餐、快餐、西餐及团餐。

图11、火锅营业额增速高于其他餐饮



资料来源：中国饭店业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、火锅净利率高于其他餐饮

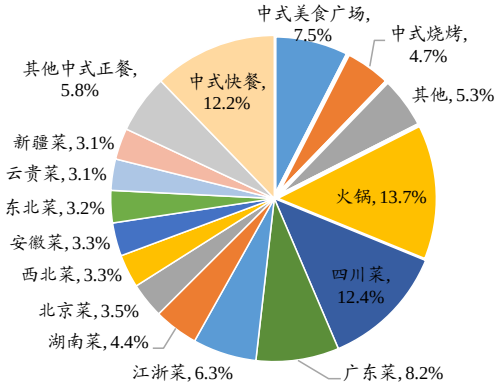


资料来源：中国饭店业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2.2、火锅为中餐中最大品类，规模持续扩张

火锅行业具备得天独厚的自身优势可化解标准化难的问题，因此入行门槛相对较低，吸引了大批新进入者，市场一片欣欣向荣。在所有中式菜品中，火锅占有最大市场份额，按 2017 年收入计，其份额为 13.7%。

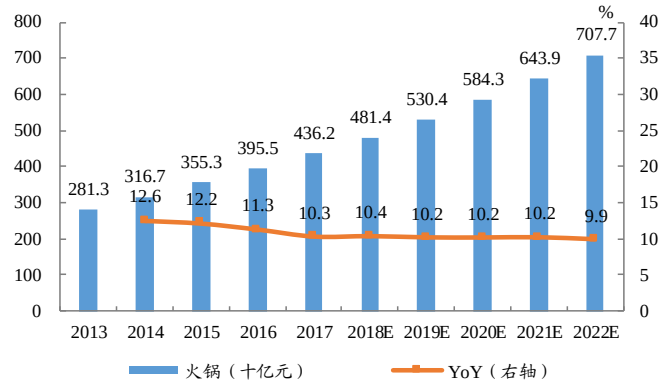
图13、火锅在中式餐饮中占最大市场份额



资料来源：Frost & Sullivan，海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

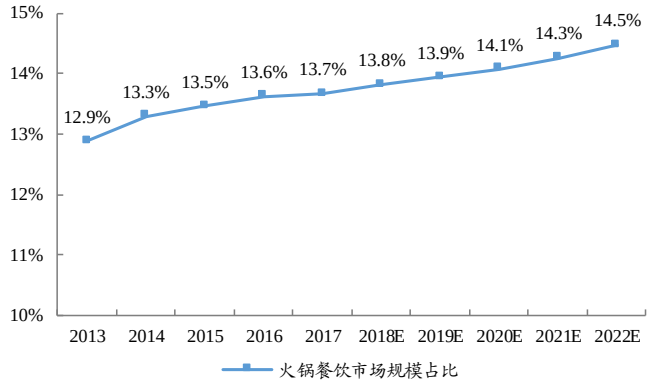
火锅餐饮规模持续扩张，为中式餐饮中增速最快的品类。火锅餐饮 2017 年实现 4,362 亿元收入，近五年 CAGR 为 11.6%。据 Frost & Sullivan 数据，火锅行业的规模从 2013 年的 2,813 亿元增至 2017 年的 4,362 亿元，CAGR 为 11.6%。未来五年，火锅行业会继续按 CAGR 为 10.2%增长，为中式餐饮中增速最快品类，预计到 2022 年火锅行业收入将达 7,077 亿元。

图14、我国火锅餐饮市场规模及其增速



资料来源：Frost & Sullivan，海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

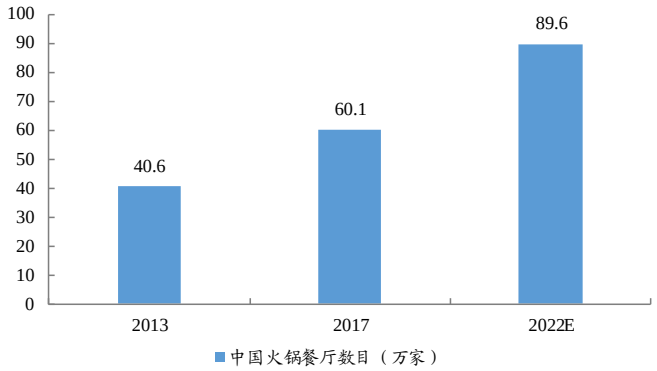
图15、我国火锅餐厅规模占中式餐饮比重逐年提升



资料来源：Frost & Sullivan，海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

受益于火锅行业高度标准化的独特业务模式，火锅餐厅具备高度可扩张性，火锅餐厅数目持续走高。据 Frost & Sullivan 数据，中国火锅餐厅的数目由 2013 年的约 40.6 万家增至 2017 年的 60.1 万家。预期中国火锅餐厅数量将在 2022 年增至 89.6 万家。

图16、我国火锅餐厅数目



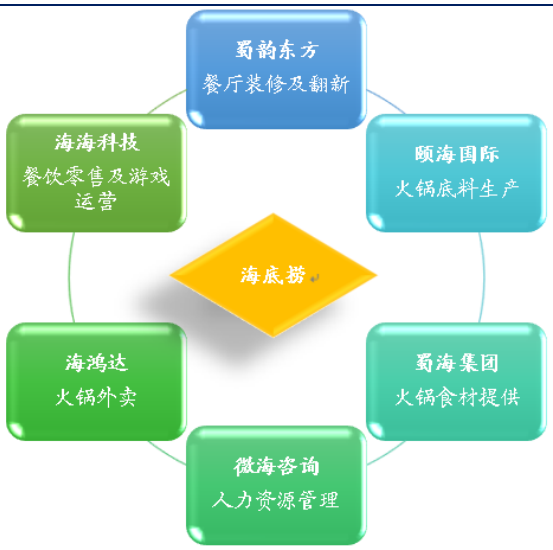
资料来源：Frost & Sullivan，海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

3、海底捞成功化解其余四项痛点，领跑火锅行业

3.1、痛点二：供应链效率低 VS 强大供应链体系支持海底捞稳健前行

海底捞的成功离不开其在整个餐饮生态中的布局。公司创始人先后成立了 7 家与餐饮相关的公司。其中包括经营火锅底料生产的颐海国际、提供火锅食材及食材仓储服务的蜀海集团、为公司提供餐厅的装修及翻新服务的蜀韵东方、为海底捞提供外卖服务的海鸿达、布局餐饮零售和游戏运营的海海科技、提供人力资源管理及资讯服务的微海咨询为公司。

图17、海底捞的关联公司



资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

3.1.1、优势一：有效控制食材质量和供应效率

2017 年，公司超 80%的食材是由关联公司或附属公司提供。包括向蜀海集团采购火锅食材，向颐海集团采购火锅底料和调味品，向扎鲁特旗海底捞采购羊肉。通过与关联方合作，海底捞可有效把控食材的供应端，确保食材来源的可追溯性，为食品质量和安全提供保障。并且由于餐厅原材料及食材供给的确定性较强，利于上下游的沟通以及采购计划的确定，方便采购方提前安排库存，大大提高效率。

表2、海底捞向关联公司采购原材料比例

	2015		2016		2017	
单位：亿元	向关联方购买金额	占总食材成本比例	向关联方购买金额	占总食材成本比例	向关联方购买金额	占总食材成本比例
购买食材	14.97	61.4%	19.42	64.7%	27.43	67.9%
购买调味品	4.38	17.9%	5.89	19.6%	9.02	22.3%
总计	19.35	79.3%	25.31	84.3%	36.45	90.2%

资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

3.1.2、优势二：食材采购议价能力强，成本得以有效控制

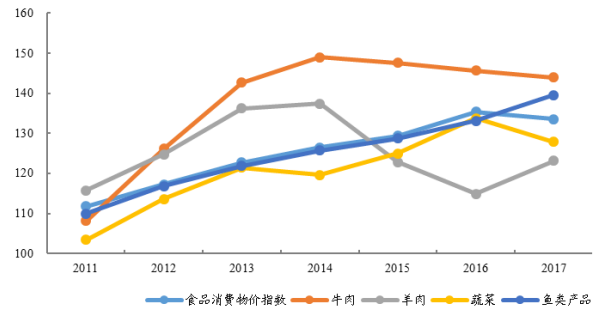
公司与上游采购企业的议价能力较强。如海底捞从蜀海国际采购相同品质的牛羊肉价格低于同行近 12-13%，从颐海国际采购高品质火锅底料、火锅蘸料均低于同行。2015-2017 年，食材价格波动明显，火锅主要食材羊肉在 2017 年因供不应求而价格反弹，优质牛肉价格亦一直上升。但海底捞的原材料成本占比却由 2015 年的 45.2%下降至 2017 年的 40.5%。正是因为海底捞布局全产业链，有效控制原材料成本。因关联企业供应食材产生价格优势，海底捞的毛利率稳中有升，2017 年毛利率为 59.5%，同比上升 2 个百分点。

表3、颐海国际提供给海底捞价格比给第三方低

单位：元/公斤	2013	2014	2015	2016	2017
火锅底料-海底捞	17	20.8	27	27.1	27.3
火锅底料-第三方	29	29.9	30.6	31.0	28.9
火锅蘸料-海底捞		19.1	17.7	18.8	25.5
火锅蘸料-第三方	18.1	17.5	18.2	17.2	18.6

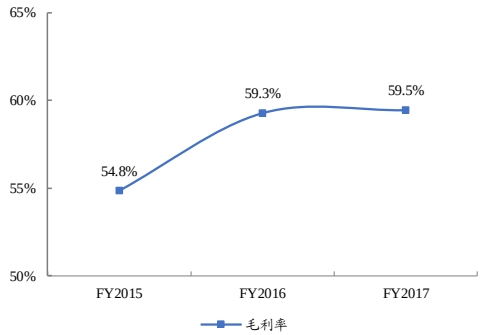
资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、火锅食材价格指数



资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、公司毛利润稳中有升

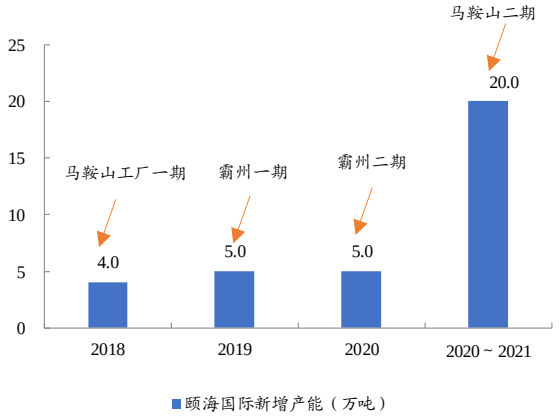


资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

3.1.3、优势三：发展战略一致，上下游配合度高

由于海底捞餐厅与关联方同属海底捞公司，拥有一致的整体发展战略，能有效避免战略方向的冲突，上下游配合度所以更高，关联公司携手支撑海底捞未来扩张。蜀海国际强大配送体系足以支撑海底捞门店快速扩张。蜀海在全国设有 7 个中央厨房和 13 个物流中心。其中央厨房食材处理能力强，能实现对含牛羊肉在内的鲜货加工；物流中心效率高，就北京物流中心能满足海底捞 500 家门店的配货需求，足以支撑海底捞未来的扩张需求。未来颐海产能扩张，助力海底捞拓张计划。2018 年-2020 年，颐海国际每年新增产能 4 万-5 万吨；2020 年-2021 年，计划新增产能 20 万吨，为海底捞的提速全国门店布局奠定坚实基础。

图20、颐海国际产能扩张计划



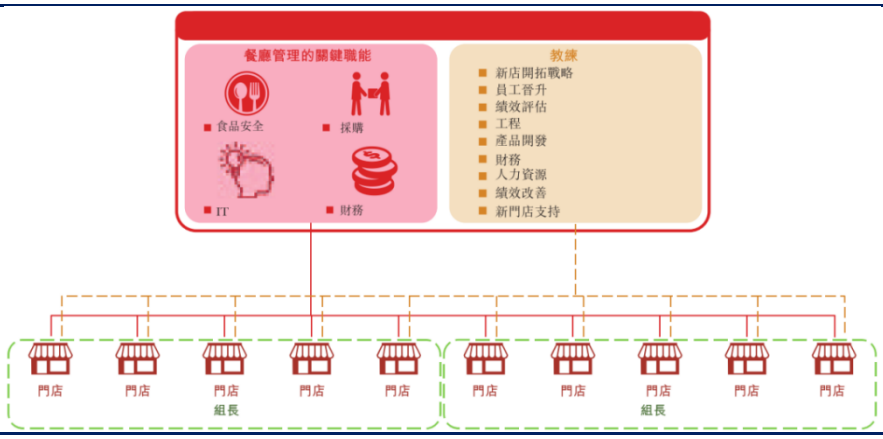
资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、痛点三：新店管理乱+员工流失率高 VS 海底捞扁平化管理+高度重视员工

3.2.1、优势一：扁平化组织结构保障门店自主性经营，提高运营效率

2016 年，为满足扩张需求，海底捞重组内部组织架构，形成由总部（总部管理职能和教练）、抱团小组和餐厅三部分构成的扁平管理架构。抱团小组由分布于同一地区的门店构成，互相帮助，共享信息和资源，实现一定程度上的自我管理，提升管理效率。随着扩张加速，海底捞门店规模扩大，传统总部直管的方式难以实现各门店员工管理和服务水平的标准化，“抱团小组”的模式则利用区域内自治，化整为零，又让每个“模块”通过激励和管理紧密结合，可最大程度保证服务的标准化和可控度。

图21、公司组织架构



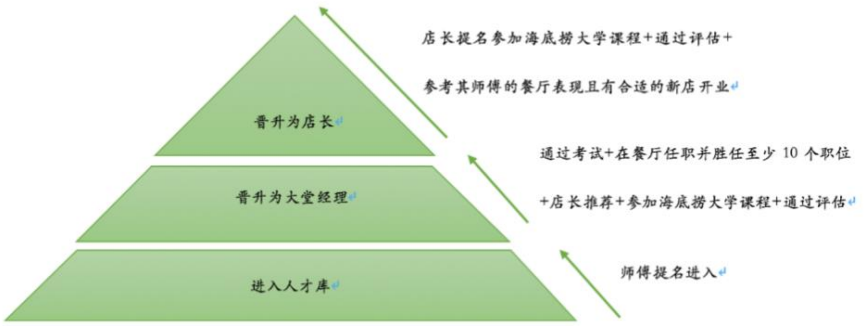
资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2.2、优势二：培训制度完善，晋升通道清晰，分红机制激励，储备人才充足

海底捞的店长基本都是从初级人员自下而上成长起来的，出师徒弟数量涉及到分红。公司制定“师徒制”培养员工，员工在加入海底捞时就配有一名师傅，员工的晋升和师徒关系密不可分。新招聘的员工都需从初级开始培训，在四年后有机会成为储备店长。且徒弟若成功被公司及员工接受成为店长，师傅可获得徒弟门店的利润 3.1%分成，多带徒弟分成会随着店数继续增长，还能得到徒孙门店的利润分成。因此在薪酬上充分激发了店长带徒弟的动力。店长如果不带徒弟，业绩分红则仅仅是自己所管理餐厅的利润 2.8%分成。

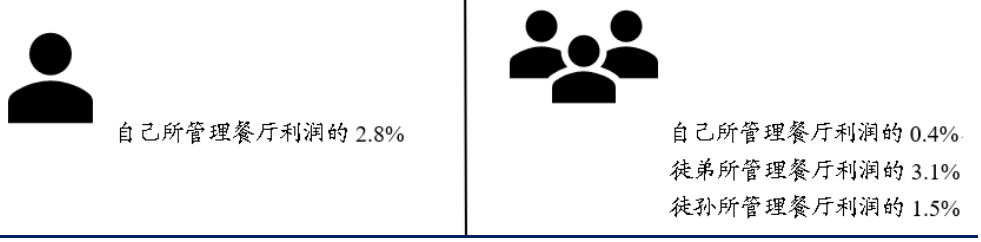
目前，海底捞有 363 名现任店长和 400 名后备店长，强大的后备人才库支撑海底捞的高质量扩张。

图22、公司员工晋升通道



资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、师徒制分红机制

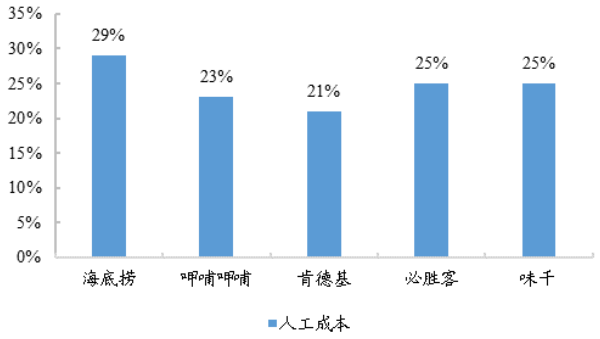


资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2.3、优势三：给予员工最大自由度和酬劳，员工获得归属感

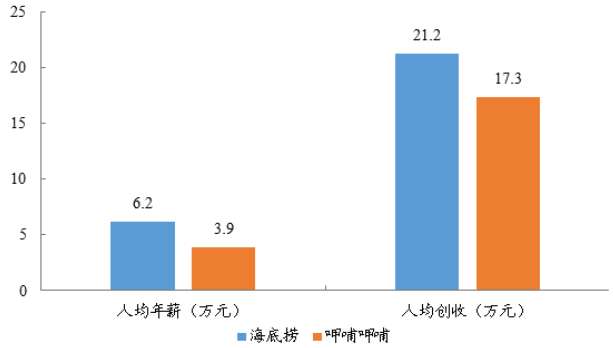
公司在服务上并没有规定服务员固定步骤，而是鼓励服务员判断如何为顾客提供最佳服务，给予了员工最大程度上的自由。服务员可以合理酌情给予客户折扣、免费菜品甚至免单。海底捞以优质服务出名，服务完全依赖于员工，而培养优秀员工需要具有激励性质的薪酬架构和完善的培训体系。因此，海底捞的高员工成本在意料之中，2017 年海底捞的人工成本占比为 29%，高于其他餐饮同行。而高员工成本也能创造高回报，对比同样已上市的火锅企业呷哺呷哺，2017 年海底捞人均创收达 21.2 万元，高于同行。预计海底捞上市后，业务规模将不断扩大，招募员工数量与培训成本都将快速增加，员工成本占比还将持续增长。弗若斯特沙利文调查显示，海底捞 90.1%的受访员工对企业文化感到满意，83.4%的受访员工满意于海底捞提供的积累工作经验和技能的机会。

图24、人工成本占比



资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图25、人均年薪和人均创收



资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、痛点四：难形成强品牌力 VS 海底捞品牌优势明显

3.3.1、极致的服务塑造海底捞独特的就餐体验

员工服务细心周到，切中消费者痛点。海底捞的服务自顾客进店开始。在顾客等位期间提供桌游、零食、擦鞋和美甲服务，使排队过程不无聊且充实。在顾客就餐期间提供发带、眼镜布、手机套和围裙，甚至提供婴儿床和轮椅，使客户享用火锅时更加便利。并且每家门店备有 5-10 万的小金库为客户提供感动服务，创造惊喜，比如为客户提供生日礼物。

服务上不断创新，一直被效仿从未被超越。公司是业界内第一个推出多种创意服务的火锅企业。近年来，公司持续在服务上发力。餐厅于行业内率先引入平板电脑；为解决客户对食品安全的担忧，顾客可通过餐厅的平板电脑透过视频实时监察厨房的运作。

图26、创意性服务：一个人的饭局不代表寂寞

资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图27、创意性服务：为婴儿顾客提供婴儿床服务

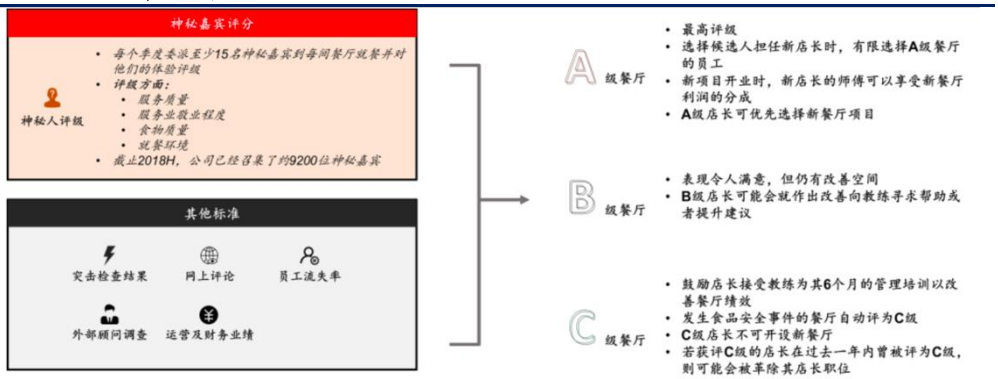
资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3.2、绩效评估将顾客体验纳入首要考核标准，保障餐厅服务质量

双层绩效考核机制，监督与激励并行。教练组负责店长的评估，评估结果决定其餐厅等级和其徒弟是否会被选中担任新店长，实现良好的外部监督。店长负责员工的绩效评估，可推荐有才干的徒弟使其有机会成为店长候选人，充分调动基层员工的工作积极性。

大多数餐饮企业更注重创收这种财务硬指标，但海底捞的绩效评估体系侧重于顾客满意度和员工努力度软指标。这样的机制鼓励员工努力为客人提供更好的服务并提高客户满意度，反而更能转化为快速的业绩增长，并列具有可复制性。每个季度，独立第三方会根据服务质量、服务员的敬业程度、食物质量和餐厅环境以及其他标准给予餐厅 A、B、C 等级。餐厅评级和店长评级挂钩。不同等级的餐厅享有不同的奖励与权利，比如 A 级店具有拓店的权利。据招股书披露，在海底捞就餐的客户中，满意度高达 99.3%，而其中 98.2%的人会再次惠顾。

图28、公司餐厅评级

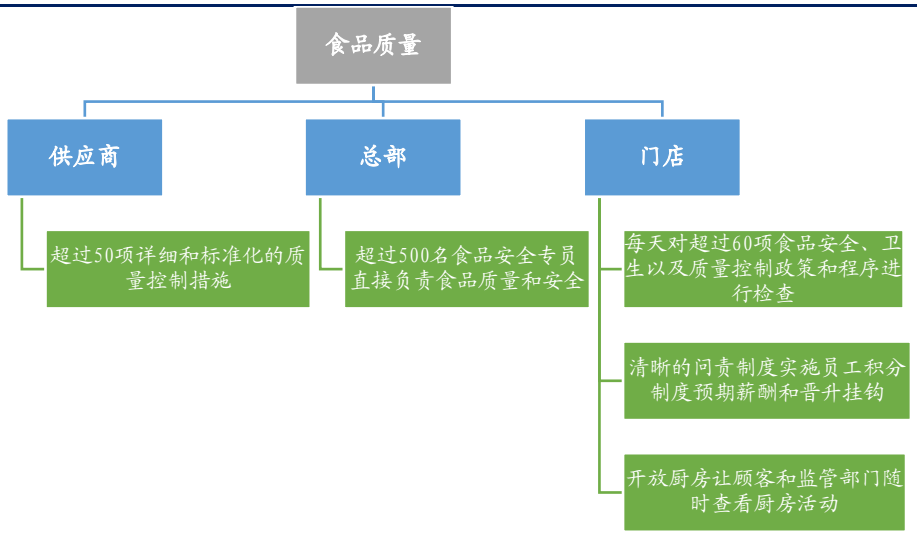


资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3.3、严格保证食品品质

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

图29、食品品质把控措施

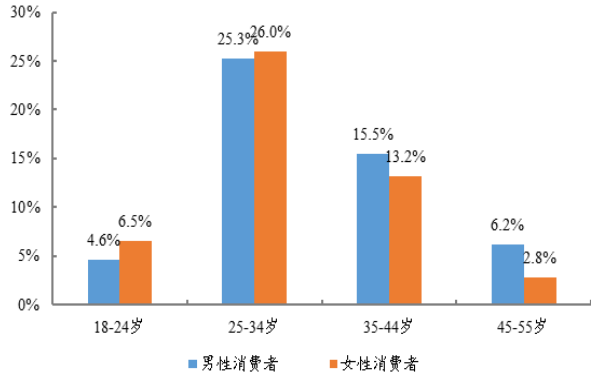


资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3.4、贴近年轻用户群，拓展网红效应，改变公司形象

火锅消费者年轻化程度高。从火锅消费者的年龄段来看，25-34 岁年龄段的消费者占比最大，占火锅餐厅总营业额的 51.3%。2017 年中国 20 岁-34 岁年轻人占总人口比例为 23%，是餐饮消费的新力量。新时代年轻人对于社交的需求更高，无论是更高频率的与朋友聚会的需求，还是在社交网络上更新自己的生活状态的需求，都刺激着他们更多的外出就餐消费。如今，80 后、90 后在家做饭的比率要远低于他们的父辈，而他们在饮食上的支出比例则会更高。

图30、火锅年轻化程度高



资料来源：辰智餐饮数据库，兴业证券经济与金融研究院整理

社交网络为餐饮行业挖掘了客户的新需求，出现网红餐厅。顾客不再仅仅为了吃饭而走进餐厅，更有可能因为社交网站上宣传的餐厅装潢、服务、菜品外观、甚至名人的光顾而选择走进一家餐厅就餐。由于网红效应，一家餐厅或某一细分菜系会被迅速带货。**海底捞今年在短视频社交平台抖音 APP 上因各种 DIY 吃法而走红**，如利用清汤锅底和自选小料 DIY 而成的海鲜粥、利用番茄锅底和牛肉粒小料 DIY 的番茄牛肉粒拌饭等。DIY 是餐饮品牌抖音营销的关键，这些充满了参与

感和创意的餐饮消费行为，搭配上时下最受欢迎的短视频形式，非常容易成为争相模仿的对象，立刻就把线上人气转化成了线下客流量。并且这些 DIY 做法的花费极小（<50RMB），更是降低了模仿的门槛，吸引更多不同收入阶层的人参与。值得一提的是，海底捞并没有制止这些 DIY 做法，相反会嘱咐员工进行了解和学习以便更好地为顾客提供服务。

图31、消费者参照抖音视频配置调料

资料来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

在门店风格上，很多海底捞店面装修风格发生了改变，形象全面升级以求贴近年轻消费者喜好。店铺整体装修以黑白灰三色为主体色调，搭配最流行的黄铜材质，给人与众不同的空间感受。设计团队想打造出“网红气质”的餐厅装修，同时突出大气简单，给人舒适宁静的餐厅氛围。公司希望借此改善餐厅环境，试图改变顾客对于川式火锅的传统印象。

除了门店升级外，2017 年公司更换了原有 Logo，以贴近年轻客群。从 2016 年 6 月开始，海底捞对 logo 进行了升级，从原来由名称全拼音组成的标识变成了一个气泡加“Hi”字样的更为简洁的形象，H 是大写的，i 被做成了一个小辣椒。它的意思也简单直白，就是英文中打招呼的 Hi。按照品牌的说法，“这个 Hi 通俗易念，人们走过往往会不自觉地念出来”。标识更新的目的很明确，强调聚会属性，获得更多的年轻群体消费者。

图32、升级版的门店装修风格

资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图33、新 Logo 意在获得更多年轻群体消费者

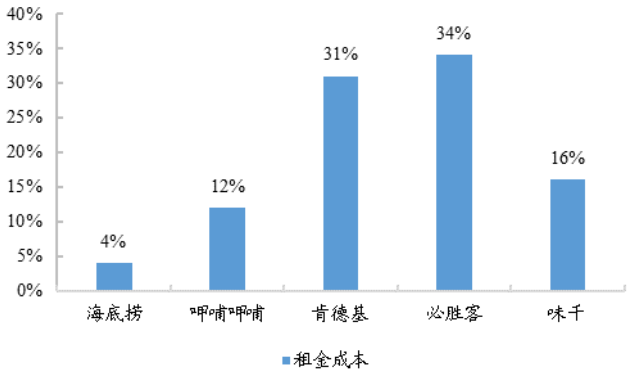
资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3.5、强品牌力支撑租金议价能力

良好的服务质量和食品品质提升顾客消费粘性和品牌力。根据弗若斯特·沙利文调查，海底捞的就餐体验在中国中餐品牌中排名第一，同时，曾在海底捞就餐过的顾客中的 68.3%至少每月光顾一次海底捞，而 98.2%表示愿意再次光临。

强大的品牌力带给公司更多的租金议价能力，但随着店面覆盖率的提高，租金占比将有所提升。当前大型商业综合体内餐饮企业竞争激烈，租金多基于销售额百分比收取，整体租金水平较高。2017 年，海底捞的租金开支仅占整体费用的 4.3%，在行业中处于极低水平，这得益于海底捞强大的品牌效应和口碑，使其在商圈招商时用较大的议价能力，无需依赖商圈引流，反而为商圈带来人气。但预计随着店面覆盖率的逐渐提高，带客能力将略有下降，租金占比可能小幅提升。

图34、代表餐饮企业租金成本占比



资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

3.4、痛点五：持续发展所需资金庞大 VS 海底捞上市筹资

3.4.1、新开店面所需成本高昂，通过上市筹集资金

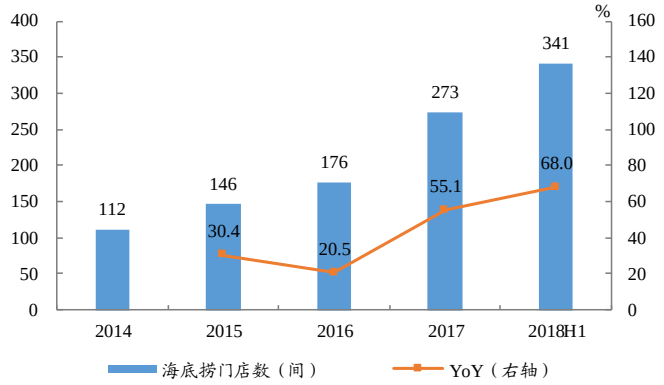
以海底捞为例，单店投入约为 800-1000 万元。截至 2018 年 6 月底，海底捞有餐厅 341 家，包括 316 家境内餐厅及 25 家境外餐厅，均为直营店面。2017 年起，公司加速开店，2017 年新开 98 家，2018 上半年新开 71 家，预计海底捞 2018 全年开 180-220 家餐厅。经估算，平均一家海底捞店面占地面积约为 600-1000 平方米，单店投入约为 800-1000 万元，每年新增店面所需金额为 14.4-22 亿元。

表4、海底捞新增店所需金额

	海底捞
单店投入（万元）	800-1000
年新增店（家）	180-220
单店面积（平方米）	600-1000
新增店投入（亿元）	14.1-22

资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图35、海底捞门店数加速增长



资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

上市无疑是筹措资金的一个好方法，筹来的资金可支撑公司发展扩张，继而领跑其他竞争者。在 2017 年火锅行业前十强名单中，只有三家已经上市。这三家公司所拥有的资金会比其他同行更加充足，未来发展计划也可制定的更加积极。

海底捞于 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，9 月 26 日在港交所正式挂牌上市，发行价为 17.80 港元，发行股份 4.245 亿股，其中香港发售股份 3820.8 万股，国际发售股份 3.86 亿股，经扣除包销费用及佣金和公司发售相关的其他开支，海底捞全球发售所得款项净额约为 72.69 亿港元。截止至 2018 年 12 月 4 日，海底捞已发行股份达 53.0 亿股。

表5、2017 中国火锅前 10 强上市情况

排名	公司	是否上市
1	海底捞	港股
2	呷哺呷哺	港股
3	小龙坎	
4	黄记煌	
5	德庄	
6	小尾羊	新三板
7	刘一手	
8	香天下	
9	鲁西肥牛	
10	巴奴毛肚火锅	

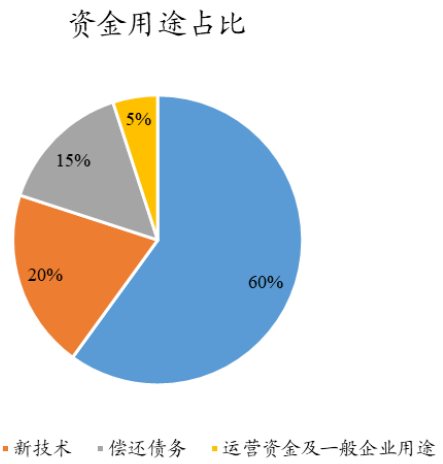
资料来源：中国饭店协会，兴业证券经济与金融研究院整理

3.4.2、资金用途主要在拓展计划

公司拟将上市筹资款项用于:

1) 约 60.0%将用于为扩展计划拨付部分资金;
2) 约 20.0%将用于开发及实施新技术;
3) 约 15.0%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%将用作公司的运营资金及作一般企业用途。

图36、海底捞上市融资资金用途



资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

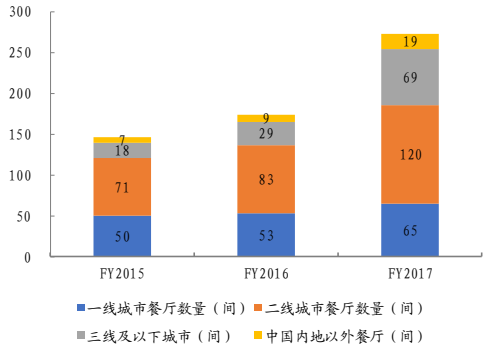
公司发展到目前规模，获得更多资金来支撑后续发展是十分有必要。后续的发展包括扩店、加大门店密度、增加覆盖城市等，这些举措将帮助海底捞进一步提升品牌力，稳固行业地位，挤压其他小餐饮企业的市场份额。与此同时，虽然海底捞的上市改变不了餐饮企业上市难的现状，但一定程度上给餐饮业打了一针强心剂，只要做好经营做好特色，相信想要上市的餐饮品牌还是有希望的。

4、未来收入增长引擎

4.1、餐厅网络稳步扩张：一线城市提升密度，二三线城市及以下增加覆盖面

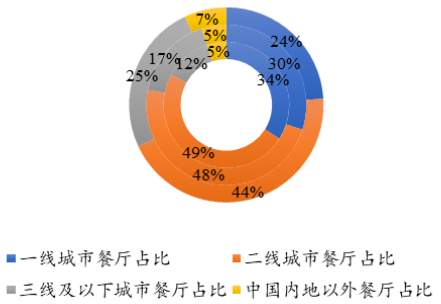
一线城市趋于饱和，提升密度实现收入稳定增长。2017 年海底捞餐厅数量达 273 家，其中一线城市餐厅 65 家，占比 23.8%。2017 年，海底捞一线城市同店销售增长率为 12.9%，落后于整体平均水平 14.0%。展望未来，公司将依托一线城市餐厅客单价领先于其他级别城市餐厅，提升餐厅密度来实现收入稳定增长。为此，公司计划集中精力在翻台率较高或顾客等位时间较长的现有餐厅和周边商业区增加新店，将客流引到至附近的新店以改善顾客用餐体验。

图37、海底捞餐厅网络分布



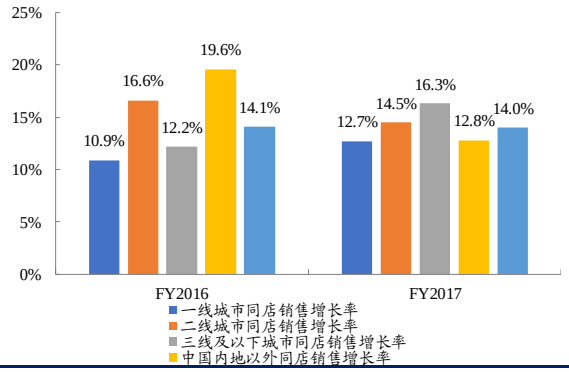
资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图38、海底捞各级城市餐厅占比



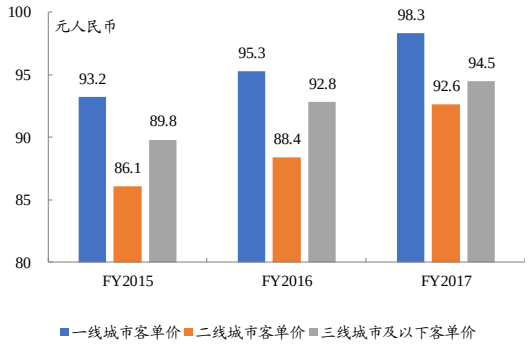
资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图39、海底捞一线城市同店增长率落后于全国平均水准



资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图40、海底捞一线城市客单价高于其他城市

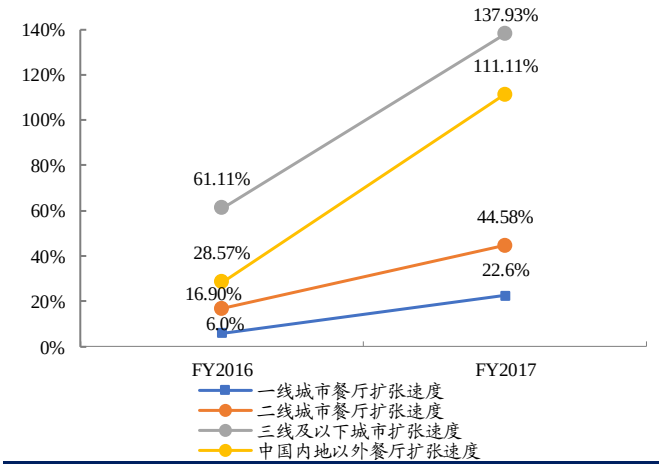


资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

下沉二、三线城市，是未来营收增长的主要驱动力。截止 2017 年末，二线门店数 120 家，三线及以下门店数仅 69 家，未来展店空间巨大。我们预计未来二线城市将以每年 70-80 家的速度开店，三线及以下城市将以每年 80-140 家的速度开店。预计到 2022 年，二、三线及以下城市的门店数占比将达到 80.7%。2015-2017 年，二、三线城市每家餐厅平均每日顾客量 CAGR 分别达到 3.9%和 7.5%。2017 年，

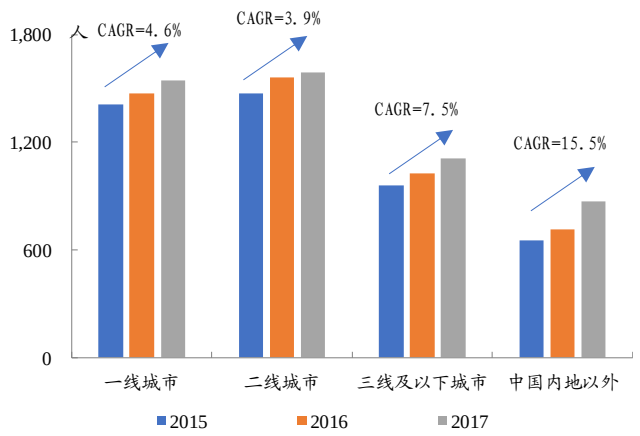
二、三线城市餐厅分别实现餐厅收入 52.31、15.18 亿元，同比增长 38.5%、107.0%。伴随海底捞持续在二、三线城市的深耕，二、三线城市营收将成为中坚力量。

图41、二、三线城市餐厅数量翻倍



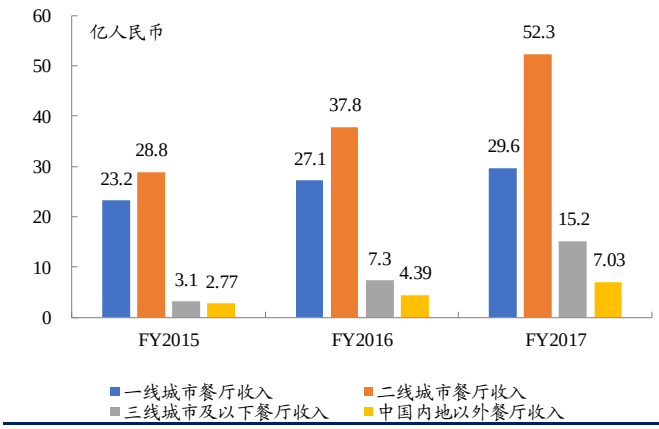
资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图42、三线城市餐厅每日招待顾客数实现低基数高增长



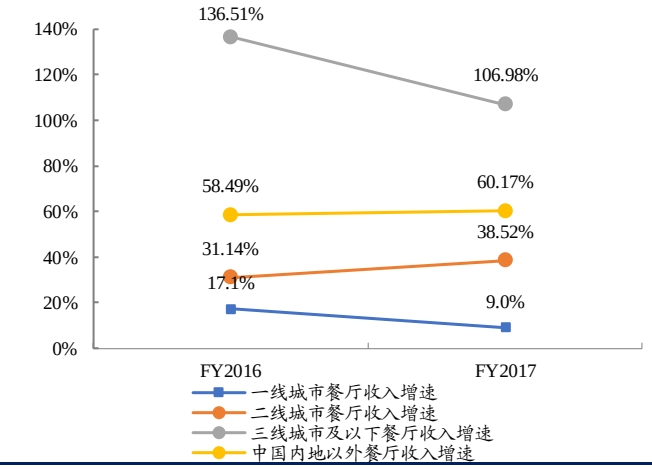
资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图43、海底捞分城市等级餐厅收入



资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图44、海底捞二、三线城市餐厅收入增幅大



资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

表6、未来门店数量预测

单位：家	FY2015A	FY2016A	FY2017A	FY2018E	FY2019E	FY2020E
一线城市餐厅数	50	53	65	89	113	133
净开店数		3	12	24	24	20
二线城市餐厅数	71	83	120	200	285	365
净开店数		12	37	80	85	80
三线及以下城市餐厅数	18	29	69	151	261	401
净开店数		11	40	82	110	140
内地以外餐厅数	7	9	19	34	54	69
净开店数		2	10	15	20	15
餐厅数量总计	146	174	273	474	713	968

资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院

4.2、新业态带动新增长

➢ **新业态和新产品：海底捞店面新推出自有品牌产品，如啤酒和乳酸菌饮料，定位为“火锅伴饮”。**一般来说啤酒的主要成本是渠道费用，而海底捞的啤酒主打“好火锅配好啤酒”，销售渠道即为海底捞餐厅，节省了大量渠道成本，转而将成本花费在提升啤酒品质上。海底捞啤酒品质更好，但售价仅为 9.9 元，和市场上主流啤酒品牌售价在同一水平上。目前海底捞啤酒一日销量在 3 万瓶左右，预计未来还有提升空间。另外还有海底捞乳酸菌饮料，主打“冲淡辣感”，售价为 7.9 元，有原味和草莓味两种口味。通过推出啤酒和乳酸菌饮料，海底捞意在发展多元化业务，拓展收入来源，预计未来或向其他业态延伸，如烧烤、小吃、甜品等，采用 OEM 代工模式。

图45、海底捞啤酒

资料来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

图46、海底捞乳酸菌饮料

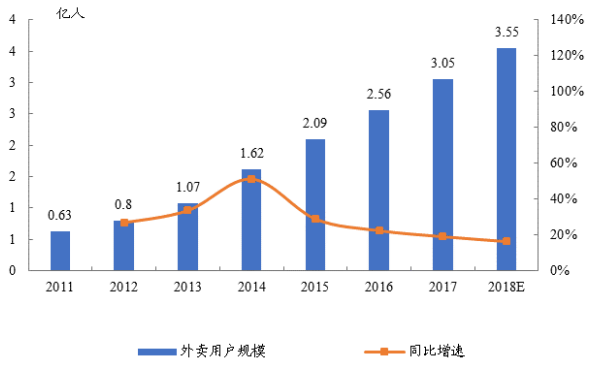
资料来源：百度图片，兴业证券经济与金融研究院整理

➢ **虽然中国在线餐饮外卖市场规模增速持续放缓，但市场规模的上升空间依然很大，2017 年外卖市场规模突破 2000 亿元大关，预计 2018 年将达到 2430 亿元。**随着在线餐饮外卖成为三大饮食方式之一，行业运营逻辑由以量取胜逐渐向以质取胜过渡，需要深挖品质用户的需求，最大化已有用户的价值。2017 年中国在线餐饮外卖用户规模较 2016 年增长 19.1%，正式突破 3 亿人，2018 年预计将达到 3.55 亿人。随着行业人口红利的逐渐消退，增长速度将趋于稳定，用户将从增量向存量方向转变，未来在线餐饮外卖平台将从服务多样性与服务质量方面着手，增强存量用户粘性的同时吸引增量用户。

图47、外卖市场规模

资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

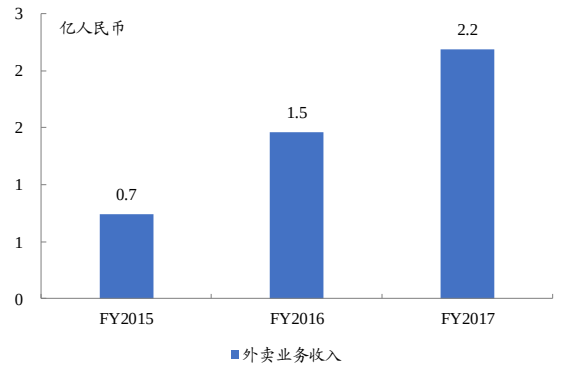
图48、外卖用户规模



资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

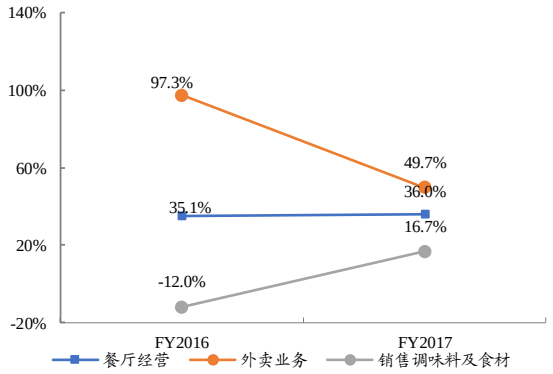
受限于火锅外卖对食材新鲜度和品质控制的高要求，中国鲜有火锅企业有能力提供火锅外卖业务。海底捞作为中国首个推出自营火锅外卖服务的餐厅品牌，拥有抢占市场的先发优势。并且为了保证向顾客提供和堂食一样的就餐体验，海底捞所有外卖均是由自己的员工配送完成，而且会在到达后为顾客准备餐桌，且配送人员的考核也是根据顾客满意度和订单完成量来的。2017 年，海底捞外卖收入达 2.19 亿元，同比增加 49.72%，是海底捞所有业务中增速最快的部分。随着目前公司成熟餐厅外卖业务的不断推进、公司餐厅渠道下沉加速以及外卖市场规模预期扩展，未来几年公司外卖业务预计仍将保持较高增速。

图49、海底捞外卖收入



资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图50、外卖是增速最快的业务

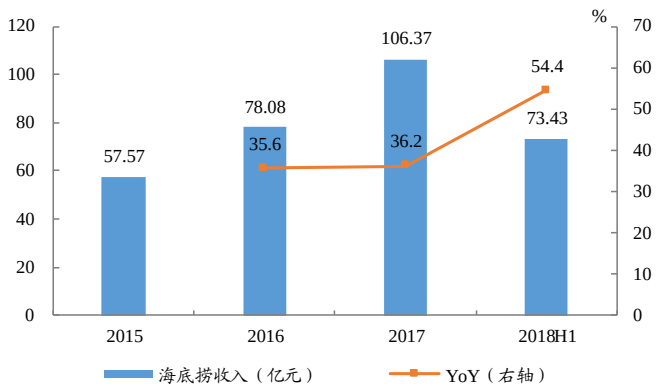


资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

5、财务分析

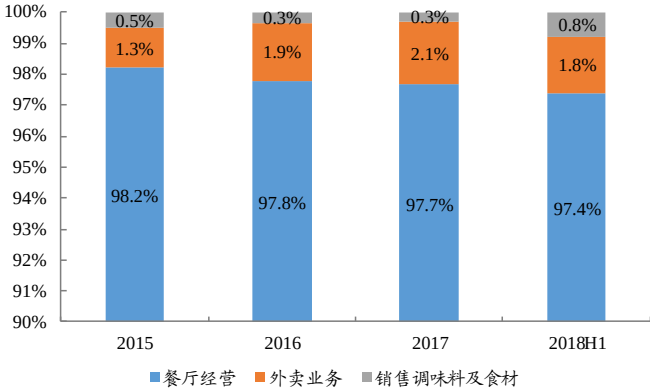
➢ **营业收入加速增长:** 2017 年海底捞营业收入达 106.37 亿元，同比增长 36.2%；2018 上半年营业收入 73.43 亿元，同比增长 54.4%；**营业收入加速增长主要是因为加速开店**。从营收结构来看，餐厅业务收入占比在 98%左右，是核心主业。其次是外卖业务，近两年增长迅猛，目前占比 2%。此外海底捞还在餐厅销售底料包装产品，但营收占比很低。

图51、海底捞营业收入及增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

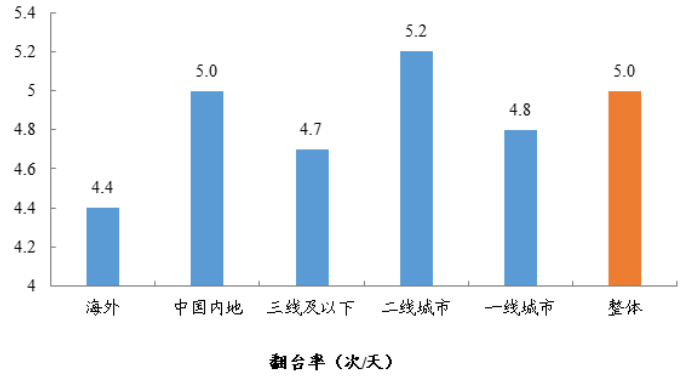
图52、海底捞各项收入占比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

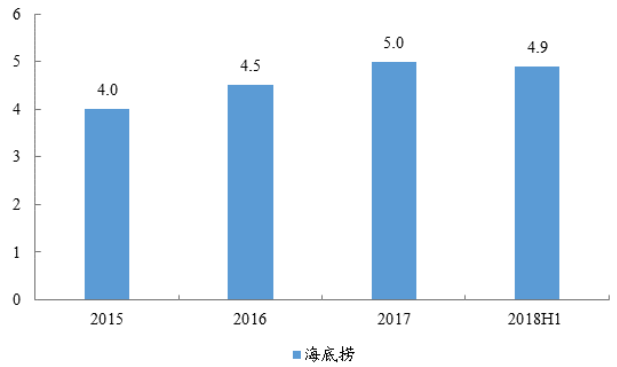
➢ **随着店面覆盖率提高，未来翻台率有下降可能：**海底捞的翻台率领先于所有竞争者，甚至超过快餐厅，近两年维持在 5.0 次/天左右，一方面由于海底捞的服务特色，另一方面海底捞的营业时间从 9 点-次日 7 点，远远长于同行。但翻台率过高一方面会使得员工劳累，另一方面也影响了客户的体验，就餐前排队时间太长，因此翻台率将不是公司经营追求的核心指标。**预计未来随着店面覆盖率的提高，翻台率可能下滑。**在中国大陆，3-4 的翻台率水平即可实现盈利，而如果利润率较高的啤酒和乳酸菌饮料销量提高，对翻台率下降的容忍度会高很多。

图53、2017 年海底捞翻台率分区数据



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图54、海底捞翻台率分年度数据

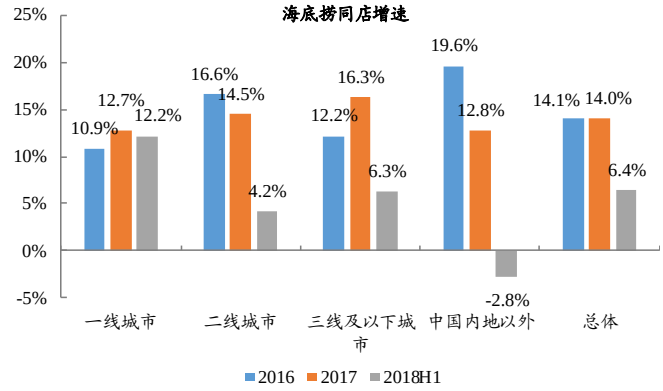


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

➢ **同店增速未来将由客单价驱动：**同店销售额增长率主要受到客单价和翻台率增长的影响（同店增速≈平均客单价增速+同店翻台率增速）。

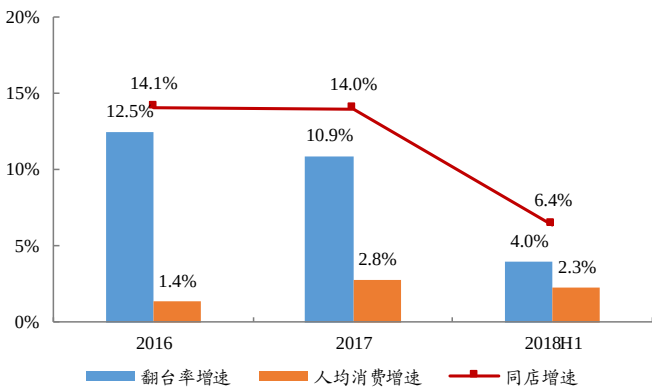
海底捞 2016-2018H1 同店增速分别为 14.1%、14.0%、6.4%，2016-2017 同店增速较高主要由于翻台率提高较快，2018H1 同店回归至稳健增长水平。根据前文分析，预计海底捞未来翻台率增速将放缓甚至略有下滑；因此未来海底捞的同店增速将主要由人均消费所驱动，从而保障良好的同店增速并带动毛利率改善。

图55、海底捞同店增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

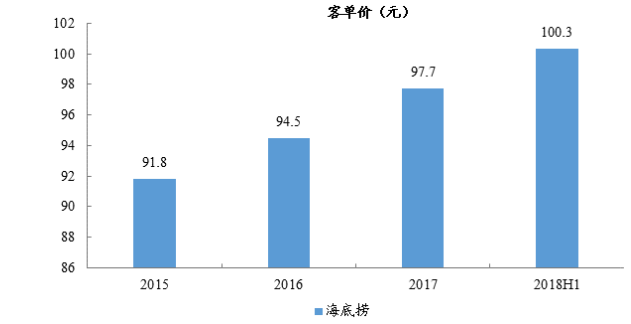
图56、海底捞同店增速拆分



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

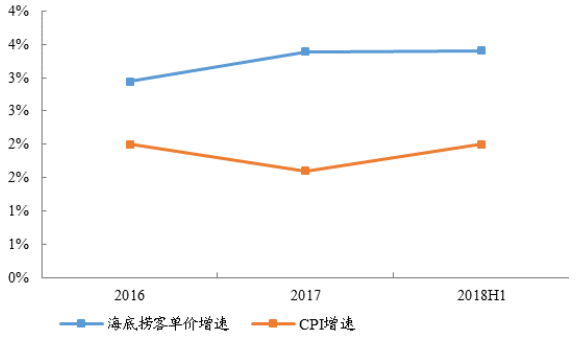
➢ **客单价平稳增长：**由于餐厅的档次直接对客单价进行了区分，所以客单价大幅提升的难度较大，多数情况是随着 CPI 的增长有小幅度的增长。海底捞客单价稳定提升，增速略高于 CPI 增速。海底捞的客单价在 2018 H1 正式突破 100 元大关，凭借优质的服务和品牌，在成本上升的背景下，海底捞有这较强的提价转移成本的能力，其客单价增速将一直快于 CPI。

图57、海底捞客单价



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

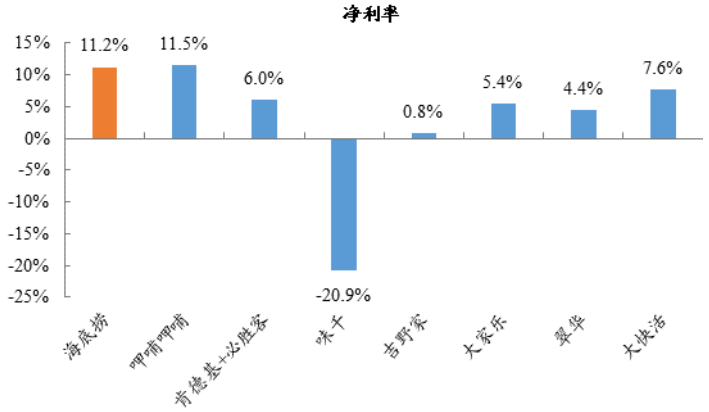
图58、海底捞客单价增速与 CPI 增速



资料来源：公司资料，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

➢ **净利率行业领先：**海底捞净利率在同行中处于领先地位。2017 年海底捞净利率为 11.2%，远高于其他净利率仅为单位数或负数的餐饮公司；由于稍高人工成本和原材料成本，所以净利率略低于呷哺呷哺。综合来看，海底捞盈利能力位于行业中领先地位。

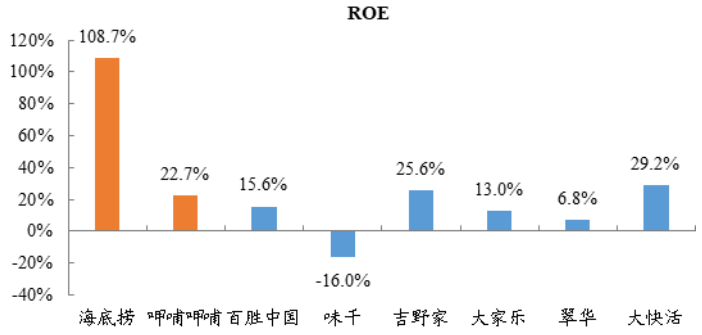
图59、海底捞净利率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

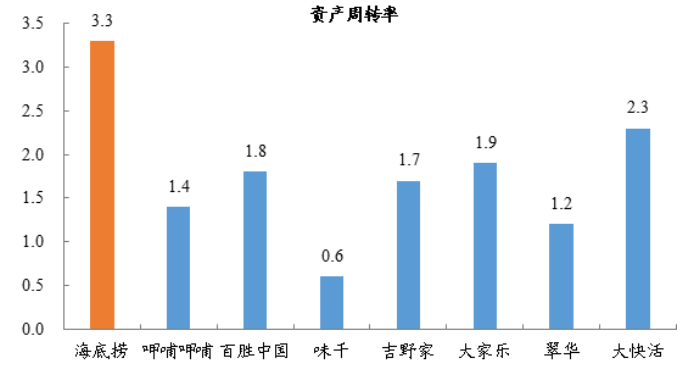
➢ **ROE：**海底捞 ROE 领先于同行。这主要得益于海底捞较高的资产周转率和权益乘数。高资产周转率得益于海底捞完善的供应链体系以及大幅高于同行的翻台率。高财务杠杆是由于未上市前海底捞处于快速扩张期、需要资金，预计上市后将大幅缓解财务杠杆压力。

图60、海底捞 ROE 领先于同行（2017 年）



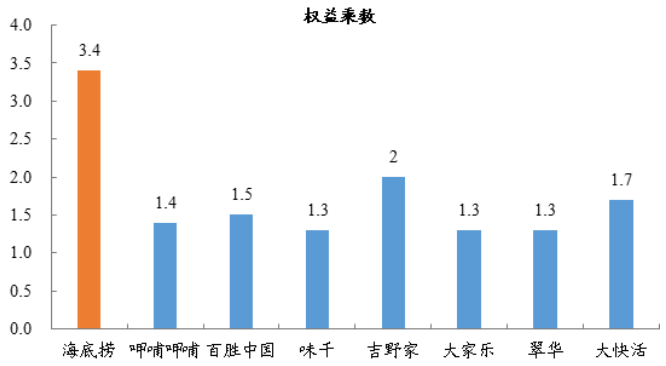
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图61、海底捞资产周转率领先于同行（2017 年）



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图62、海底捞财务杠杆高于同行（2017 年）



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

6、盈利预测与估值

6.1、盈利预测

1、 收入预测:

- **餐厅经营:** 将公司餐厅拆分为一线城市餐厅、二线城市餐厅、三线城市餐厅、内地以外餐厅四个等级，预测不同等级城市餐厅数和单店收入，再将餐厅数和单店收入相乘得出总收入。预计未来公司将以 73.63%、50.42%和 35.76%的速度扩增店面，于 2020 年总店铺数达 968 家，其中 80%位于二三线及以下城市；预计 2020 年一线城市餐厅平均单店收入 0.45 亿元，二线城市餐厅 0.45 亿元，三线及以下城市餐厅 0.25 亿元，内地以外餐厅 0.35 亿元。**综上，预计公司餐厅经营业务将分别以 61.60%、52.27%和 35.32%的速度增长至 2020 年的 345.92 亿元。**

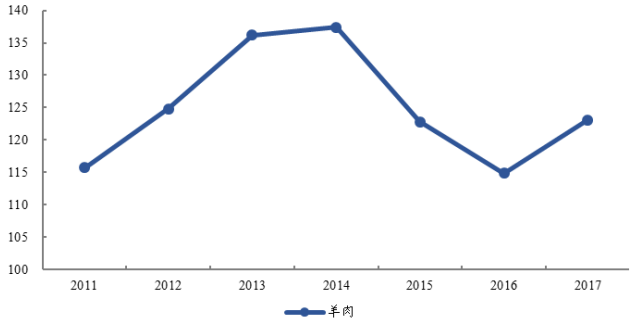
- **外卖业务:** 预计公司每年外卖业务将以 40.00%的速度增长，最终在 2020 年达到 6.00 亿元。
- **销售调味料及食材:** 预计公司每年销售调味料及食材业务将以

38.00%-50.00%的速度增长，最终在 2020 年达到 0.91 亿元。

2、 毛利率预测:

- 公司的食材占比大概为：蔬菜约 30%，牛羊肉约 30%，锅底约 20%。火锅原材料之一的羊肉价格于 2017 年大涨，原材料价格上涨导致毛利率降低，预测 2018-2020 年毛利率分别在 58.10%、58.22%、58.10%。

图63、羊肉价格指数



资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

3、 费用率预测:

- **员工费用率:** 由于门店扩张加速，员工成本将继续增加，预计员工成本小幅提升，占比将于 2020 年达到 29.50%。

- **门店租金费用率:** 新开门店增加将带来更多租金成本，而现有门店可能需要签订新的租赁合同；同时，随着店面覆盖率的提高，租金成本可能上涨。预计门店租金成本占比于 2020 年达到 4.20%。

表7、公司盈利预测

单位：亿元	FY2015A	FY2016A	FY2017A	FY2018E	FY2019E	FY2020E
餐厅经营	56.53	76.36	103.88	167.88	255.62	345.91
YoY		35.07%	36.05%	61.60%	52.27%	35.32%
外卖业务	0.74	1.46	2.19	3.06	4.29	6.00
YoY		97.26%	49.72%	40.00%	40.00%	40.00%
销售调味料及食材	0.30	0.26	0.30	0.42	0.61	0.91
YoY		-12.02%	16.71%	38.00%	45.00%	50.00%
收入总额	57.57	78.08	106.37	171.36	260.52	352.83
YoY		35.63%	36.24%	61.09%	52.03%	35.43%
毛利率	54.84%	59.28%	59.45%	58.10%	58.22%	58.10%
员工成本	-27.31%	-26.18%	-29.33%	-29.53%	-29.40%	-29.50%
门店租金成本	-4.68%	-3.82%	-3.90%	-4.00%	-4.10%	-4.20%
归母净利润	2.73	7.35	10.28	16.17	24.77	30.35
YOY		169.60%	39.81%	57.34%	53.13%	22.54%

资料来源：海底捞招股书，兴业证券经济与金融研究院

根据以上假设，我们预测公司 2018-2020 财年实现收入 171.36/260.52/352.83 亿元，同比增长 61.09%/52.03%/35.43%，2018-2020 分别实现归属母公司净利润 16.17/24.77/30.35 亿元，同比增长 57.34%/53.13%/22.54%。

6.2、估值与评级

绝对估值：采用自由现金流（FCFF）折现法进行估值。WACC 计算时选择 5 年期国债收益率 3.3%为无风险利率，市场平均收益率采用为 10.0%，公司最近 3 年 Beta 值为 0.6，所得税率维持在 26.8%。计算得出 WACC 为 7.3%。

表8、WACC 计算过程

Beta	0.6
无风险利率	3.3%
市场收益率	10.0%
股权成本	***7.3%***
债务成本	5.0%
税率	26.8%
税后债权成本	***3.7%***
债权比例	0.6%
股权比例	99.4%
WACC	***7.3%***

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

采用两阶段折现现金流方法进行计算。第一阶段为 2018-2020 财年，自由现金流来自预测利润表计算。第二阶段为 2021-2027 财年，假设自由现金流增速在 2021-2024 财年为 10.0%，2025 财年为 6.0%，2026-2027 财年为 2.0%。永续增长率假设为 2.5%。公司的 FCFF 折现计算的股权价值为 844.2 亿元，即每股 18.16 元（折合港币 20.63 港元）。

相对估值分析：

- PE 估值：公司当前(2018/12/10)股价 17.7 港元对应 2018/19/20 财年 PE 分别为 46.2x/30.4x/24.9x，而行业 2018/19/20 年行业平均 PE 分别为 26.2x/22.0x/18.4x，公司估值高于行业平均水平。
- PEG 估值：我们采用 2018 年市盈率除以 2017-2020 净利润年复合增长率来反映估值水平。可比公司 PEG 在 0.7 倍到 3.8 倍之间，平均水平为 1.8 倍，而海底捞 PEG 为 1.1 倍，在行业中处于较低水平，但已经超过行业中位数 1.0 倍。

表9、行业估值表

公司	代码	收盘价（港元）2018-12-10	市值 亿港元	PEG 2018E	P/E 2017A	2018E	2019E	2020E
呷哺呷哺	0520.HK	11.2	120.7	1.0	23.5	21.0	17.0	13.5
颐海国际	1579HK	19.9	208.8	0.8	73.1	39.0	29.7	22.8
大家乐	0341.HK	19.1	111.9	2.5	20.0	18.7	17.2	16.2
全聚德	002186.SZ	10.5	32.4	3.8	38.2	36.5	33.0	29.0
广州酒家	603043.SH	22.0	89.0	0.7	20.0	16.0	13.1	10.6
海底捞	0897.HK	17.7	939.2	1.1	72.1	46.2	30.4	24.9
平均值				1.8 x	35.0	26.2	22.0	18.4
中位数				1.0 x	23.5	21.0	17.2	16.2

资料来源：Wind，Wind 一致预期，兴业证券经济与金融研究院整理

综合来看，海底捞的估值较行业普遍偏高，我们分析原因有两个：1、公司未来几年增速较快；2、就像我们的题目《海底捞，不只是火锅》所蕴含的，公司不只是是单纯的餐饮企业，海底捞已经形成一种“服务+管理”的文化，是行业的标杆，可以给予一定的估值溢价。

根据 DCF 模型（WACC=7.3%，Perpetual g=2.5%），我们给予公司股票目标价 20.63 港元，对应 2018/19/20 财年 PE 分别为 53.9x/35.2x/28.7x，相比现价（2018/12/10）17.7 港元有 16.6%的涨幅，给予“审慎增持”评级。

7、风险提示

1、成本显著提升
2、食品安全风险
3、门店扩张速度放缓
4、管理纰漏

附表

资产负债表 单位: 百万元

会计年度	FY2017A	FY2018E	FY2019E	FY2020E
流动资产	1462	7047	8225	11342
存货	95	149	222	305
应收账款及票据	173	246	362	501
其他应收款	302	309	317	326
应收关联方款项	444	44	44	44
按公允值计入损益的金融资产	79	13	13	13
其他金融资产	16	16	16	16
其他短期投资	23	23	23	23
其他流动资产	48	8	8	8
银行结余及现金	282	6240	7220	10108
非流动资产	2274	5143	7586	8723
物业、厂房及设备	2085	4935	7387	8531
无形资产	11	30	22	14
于联营公司之权益	4	4	4	4
应收关联方款项	0	0	0	0
递延税项资产	53	53	53	53
租金按金	121	121	121	121
可供出售投资	0	0	0	0
资产总计	3736	12191	15812	20065
流动负债	2618	3976	5611	7431
贸易应付款项	169	279	422	574
其他应付款项	597	768	1014	1323
应付关联方款项	1203	2002	3035	4122
应付税项	80	80	80	80
借款	348	591	769	999
递延收入	223	255	291	333
非流动负债	27	28	29	30
递延税项负债	13	13	13	13
长期借款	9	10	11	13
拨备	4	4	4	4
负债合计	2645	4004	5640	7461
股本	0	5800	5800	5800
留存收益	1089	2383	4364	6792
少数股东权益	2	4	8	12
股东权益合计	1091	8187	10172	12604
负债及权益合计	3736	12191	15812	20065

现金流量表

会计年度	FY2017A	FY2018E	FY2019E	FY2020E
净利润	1194	1625	2489	3050
财务净费用	9	17	24	31
权益性投资损益	0	0	-1	-1
折旧及摊销	360	598	1206	1833
（非经常性或非经营性损益）	-90	-73	-75	-75
营运流动资金减少（增加）	851	980	1260	1361
长期经营性负债增加	-8	0	0	0
其他非现金调整	-915	0	0	0
经营活动产生现金流量	1400	3147	4905	6199
投资活动产生现金流量	-1565	-2888	-3575	-2894
融资活动产生现金流量	105	5698	-350	-417
现金净变动	-125	5958	980	2888
现金的期初余额	407	282	6240	7220
现金的期末余额	282	6240	7220	10108

利润表 单位: 百万元

会计年度	FY2017A	FY2018E	FY2019E	FY2020E
营业收入	10637	17136	26052	35283
营业成本	4313	7180	10884	14784
毛利	6324	9956	15167	20499
其他收入	22	34	104	106
折旧及摊销	360	598	1206	1833
员工成本	3120	5060	7659	10408
物业租金及相关开支	415	685	1068	1482
水电开支	349	565	782	1058
差旅及相关开支	120	206	261	353
其他开支	445	720	1042	1411
营业利润	1538	2156	3254	4060
财务费用	4	8	10	13
权益性投资损益	0	0	0	0
其他非经营性损益	0	0	0	0
非经常项目损益	90	73	75	75
利润总额	1625	2220	3319	4121
所得税	431	595	830	1072
净利润	1194	1625	2489	3050
少数股东损益	166	8	12	15
归属母公司净利润	1028	1617	2477	3035
EPS(元)	0.22	0.34	0.52	0.63

主要财务比率

会计年度	FY2017A	FY2018E	FY2019E	FY2020E
成长性(%)				
营业收入增长率	36.2%	61.1%	52.0%	35.4%
营业利润增长率	18.6%	40.1%	50.9%	24.8%
净利润增长率	22.1%	36.1%	53.1%	22.5%
盈利能力(%)				
毛利率	59.5%	58.1%	58.2%	58.1%
净利率	11.2%	9.5%	9.6%	8.6%
ROE	108.7%	34.9%	27.0%	26.7%
偿债能力(%)				
资产负债率	70.8%	32.8%	35.7%	37.2%
流动比率	0.56	1.77	1.47	1.53
速动比率	0.52	1.73	1.43	1.49
营运能力(次)				
资产周转率	3.28	2.15	1.86	1.97
存货周转率	87.33	81.49	81.71	77.86
每股资料(元)				
每股收益	0.22	0.34	0.52	0.63
每股经营现金	0.29	0.66	1.02	1.29
每股净资产	0.23	1.71	2.12	2.63
估值比率(倍)				
PE	72.07	46.24	30.19	24.64
PB	68.66	9.14	7.36	5.94

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司 、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、靛蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司和天美（控股）有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。