

首席分析师：徐林锋  
 执业证书编号：S1220517080003  
 TEL: 010-68584845  
 E-mail: xulinfeng@foundersc.com  
 分析师：付玉美  
 执业证书编号：S1220518080002  
 TEL:  
 E-mail: fuyumei@foundersc.com

联系人：李珍妮

TEL:  
 E-mail lizhenni@foundersc.com

#### 相关研究

《一文带你读懂海底捞：中式餐饮龙头是如何炼成的》2018.06.28

请务必阅读最后特别声明与免责条款

#### 投资要点：

#### 火锅是餐饮投资的好赛道

中国餐饮市场规模巨大但极度分散，2017年约4万亿元，CR5不超过1%。中式餐饮存在供应链效率不高、食物难以实现标准化、服务难以保持一致性等行业痛点，限制规模扩张。火锅市场空间广阔，2017年达4,362亿元，占中式餐饮13.7%，容易标准化，有利于实现规模扩张，直击行业痛点。而海底捞作为火锅龙头，已经迈入门店高速扩张时期。

#### 海底捞经营效率领军行业，优质服务与高效管理铸造护城河

①当之无愧的行业龙头，经营效率领先。在中式餐饮市场中，海底捞收入排名第一、增速最快、市场份额第一、年客流量最高、翻台率最高，2017年营收106.4亿元、2015-2017年CAGR为35.9%、国内市占率0.3%、年服务客户超过1亿人次、翻台率高达5.0次/天。②业绩增长确定性强。同店销售额稳定增长，使得存量收入增速稳定；新店维持高效运营，为公司带来增量收入。③充分利用关联公司全产业链布局，不断优化门店选址，有效控制各项成本。④独特的管理制度，为其以优质服务取胜的差异化战略提供保障，如师徒制、市场化薪酬、柔性考核等。

我们认为海底捞的最大看点在于维持高效经营之下，用开店扩张获取增长。我们预计海底捞门店天花板超过3,000家，有较大扩张空间。二三线及以下城市的火锅市场空间巨大，海底捞的门店布局不断下沉，且新店业绩表现不俗，未来有望在维持高效经营之下，通过开店扩张进一步获取业绩增长。而上市融资能解决快速开店的资金需求，帮助公司实现高速扩张。

**盈利预测：**预计2018-2020年EPS分别为0.32/0.50/0.69元，对应PE分别为51.1/33.3/24.2倍。我们看好火锅龙头海底捞的快速扩张能力，持续高增长业绩(预计2018-2020年净利润CAGR 45.4%)，支撑公司享受高估值，首次覆盖给予“推荐”评级。

**风险提示：**食品安全的风险；门店扩张不达预期的风险；原材料价格上涨的风险。

#### 盈利预测：

单位/百万 CNY	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	10,637	17,283	26,538	36,664
(+/-)(%)	36.24	62.48	53.55	38.16
净利润	1,028	1,719	2,632	3,632
(+/-)(%)	39.81	67.20	53.14	37.99
EPS(元)	0.19	0.32	0.50	0.69
P/E	85.38	51.06	33.34	24.16

数据来源：wind 方正证券研究所

## 目录

1	海底捞：优质服务和高效管理铸造火锅龙头.....	5
1.1	核心投资逻辑.....	5
1.2	公司速览.....	6
2	行业：火锅是餐饮投资的好赛道.....	8
2.1	餐饮市场规模巨大，消费习惯改变助力增长.....	8
2.2	餐饮市场极度分散，行业痛点限制扩张.....	8
2.3	火锅直击行业痛点，中高端火锅市场增速最快.....	9
3	核心优势：经营效率领先行业，服务铸造品牌优势.....	10
3.1	同店销售稳定增长，新门店加速扩张，不断巩固火锅大佬地位.....	10
3.1.1	营业收入高速增长，市场份额绝对领先.....	10
3.1.2	翻台率高+客单价稳，促同店销售额增长，存量收入增速稳定.....	11
3.1.3	餐厅网络快速扩张，新店维持高效运营，带来增量收入.....	12
3.2	充分利用关联公司供应链，不断优化门店选址，控制成本.....	13
3.2.1	依托关联公司的全产业链布局，提升资产周转率锁定食材成本.....	13
3.2.2	以较高的人工成本换取优质服务，是铸造核心竞争优势的基础.....	16
3.2.3	不断优化门店选址等多重因素叠加，有效控制租金水平.....	16
3.3	凭借优质服务积累品牌优势，用独特的管理制度发展差异化战略.....	17
3.3.1	用优质服务和极致用餐体验提升客户粘性，营造独特品牌优势.....	17
3.3.2	凭借独特的管理制度，实现高质量服务水平下的裂变式扩张.....	17
4	未来看点：在维持高效经营之下，用开店扩张获取增长.....	19
4.1	二三线及以下城市火锅市场空间巨大.....	19
4.2	海底捞门店加速下沉且表现亮眼.....	19
5	市场重点关注问题.....	21
5.1	开店数量的天花板：二三线及以下城市空间广阔.....	21
5.2	员工成本的下降空间：随着门店下沉有一定下降，但空间不大.....	22
5.3	其他竞争者对公司的冲击：海底捞在激烈竞争中保持领军地位.....	23
5.4	新业态的延伸：推出全新副品牌的可能性.....	24
6	盈利预测与投资评级.....	25
7	风险提示.....	26

## 图表目录

图表 1:	海底捞投资逻辑图 .....	5
图表 2:	海底捞发展历程 .....	6
图表 3:	海底捞营业收入稳定增长 .....	6
图表 4:	海底捞归母净利润持续增长 .....	6
图表 5:	海底捞资产负债率持续走高 .....	7
图表 6:	2018 年海底捞现金流情况 .....	7
图表 7:	海底捞毛利率和净利率较为稳定 .....	7
图表 8:	海底捞 ROA 和 ROE 有所提升 .....	7
图表 9:	海底捞股权结构集中稳定 .....	7
图表 10:	中美餐饮行业收入规模对比 .....	8
图表 11:	中美人均餐饮消费水平对比 .....	8
图表 12:	2016 年中美 Top50 餐饮企业集中度 .....	9
图表 13:	中国连锁餐饮企业门店数不断增长 .....	9
图表 14:	火锅市场规模快速增长 .....	9
图表 15:	中高端火锅市场快速增长 .....	9
图表 16:	2017 年各公司市场份额对比 .....	10
图表 17:	2017 年各公司营业收入增长率对比 .....	10
图表 18:	海底捞是火锅餐饮市场的领军者 .....	10
图表 19:	同店销售额及增长率计算公式 .....	11
图表 20:	海底捞同店销售额及增速 .....	11
图表 21:	海底捞与呷哺呷哺同店数据对比 .....	11
图表 22:	海底捞整体客单价稳定增长 .....	12
图表 23:	海底捞同店翻台率增速放缓 .....	12
图表 24:	海底捞同店销售额及增速 .....	12
图表 25:	海底捞餐厅营业收入及占比 .....	13
图表 26:	海底捞新店翻台率表现优秀 .....	13
图表 27:	2017 年同类餐厅成本构成对比 .....	13
图表 28:	海底捞三类细分成本占比 .....	13
图表 29:	海底捞及其关联公司的火锅产业链布局 .....	14
图表 30:	海底捞关联交易公司的控股股东情况 .....	14
图表 31:	海底捞 2017 年杜邦分析 .....	15
图表 32:	海底捞资产周转率远高于呷哺呷哺 .....	15
图表 33:	海底捞原材料及易耗品成本细分 .....	15
图表 34:	主要火锅食材消费物价指数 .....	15
图表 35:	海底捞食材供应额关联交易细分 .....	15
图表 36:	海底捞占主要关联供应商收入比例 .....	15
图表 37:	海底捞与呷哺呷哺人工成本占比 .....	16
图表 38:	2017 年海底捞与呷哺呷哺薪酬创收对比 .....	16
图表 39:	海底捞坪效大幅领先行业内平均水平 .....	16
图表 40:	智慧餐厅提供极致用餐体验 .....	17
图表 41:	海底捞内部组织架构图 .....	18
图表 42:	海底捞利益分配制度 .....	18
图表 43:	各线城市火锅收入对比 .....	19
图表 44:	二三线及以下城市餐厅数量占比增加 .....	19
图表 45:	二三线及以下城市服务客户量占比增加 .....	19
图表 46:	二三线及以下城市营收占比不断提升 .....	20

图表 47:	各线城市同店销售增长率对比 .....	20
图表 48:	海底捞各线城市的客单价 .....	20
图表 49:	海底捞各线城市的翻台率 .....	20
图表 50:	海底捞火锅门店全国布局 .....	21
图表 51:	海底捞各线城市及中国内地以外净开店情况.....	21
图表 52:	海底捞中短期开店空间测算 .....	22
图表 53:	海底捞开店天花板测算 .....	22
图表 54:	海底捞员工成本 .....	23
图表 55:	海底捞员工薪酬构成 .....	23
图表 56:	2017 中国火锅前 10 强 .....	24
图表 58:	盈利预测表 .....	25
图表 59:	分业务收入成本预测 .....	25
图表 60:	可比公司估值表 .....	25

# 1 海底捞：优质服务和高效管理铸造火锅龙头

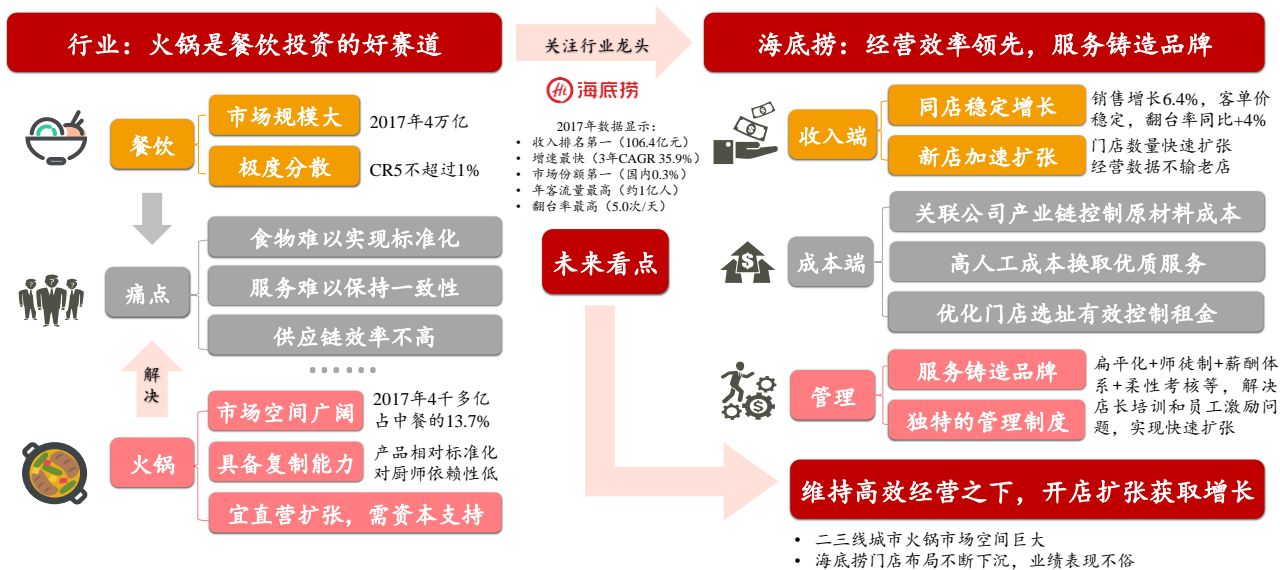
## 1.1 核心投资逻辑

火锅直击餐饮行业痛点，是投资的好赛道。①餐饮行业痛点限制企业规模扩张：中国餐饮市场规模巨大，但品类众多、极度分散，尤其是中式餐饮，存在供应链效率不高、食物难以实现标准化、服务难以保持一致性等行业痛点，限制了餐饮企业的规模扩张。②火锅直击行业痛点成为投资好赛道：火锅市场空间广阔且容易实现标准化，可以有效避开行业痛点，为连锁品牌的快速规模化扩张提供可能，是投资的好赛道。

火锅龙头海底捞，依靠优质服务和高效管理构筑核心壁垒，门店高速扩张，业绩增长确定性强。①火锅龙头经营效率领先。海底捞市场份额、年客流量、翻台率等各项指标均处于行业领先地位。公司还充分利用关联公司的全产业链布局优势，不断优化门店选址，有效控制各项成本，进一步提升管理效率。②独特的管理制度保障服务质量。海底捞以优质服务和用餐体验取胜，不断积累品牌优势，走差异化道路。而师徒制、市场化薪酬体系、柔性考核等内部管理制度，是海底捞实现优质服务可复制、落实差异化战略的内部保障。③门店高速扩张且业绩增长确定性强。海底捞上市融资补充资金促门店高速扩张，预计2018年扩增180-220家。同店和新店的高效运营强化了业绩增长的确定性。同店销售额稳定增长，使得存量收入增速稳定；新店维持高效运营，为公司带来增量收入。

我们认为：海底捞的最大看点在于维持高效经营之下，通过开店扩张进一步获取业绩增长。我们预计海底捞门店天花板超过3,000家，未来门店将逐渐向二三线及以下城市下沉，还有较大的扩张空间。我们看好火锅龙头海底捞的快速扩张能力，预计2018-2020年归母净利润CAGR 45.4%，持续高增长的业绩支撑公司享受较高估值。

图表1：海底捞投资逻辑图



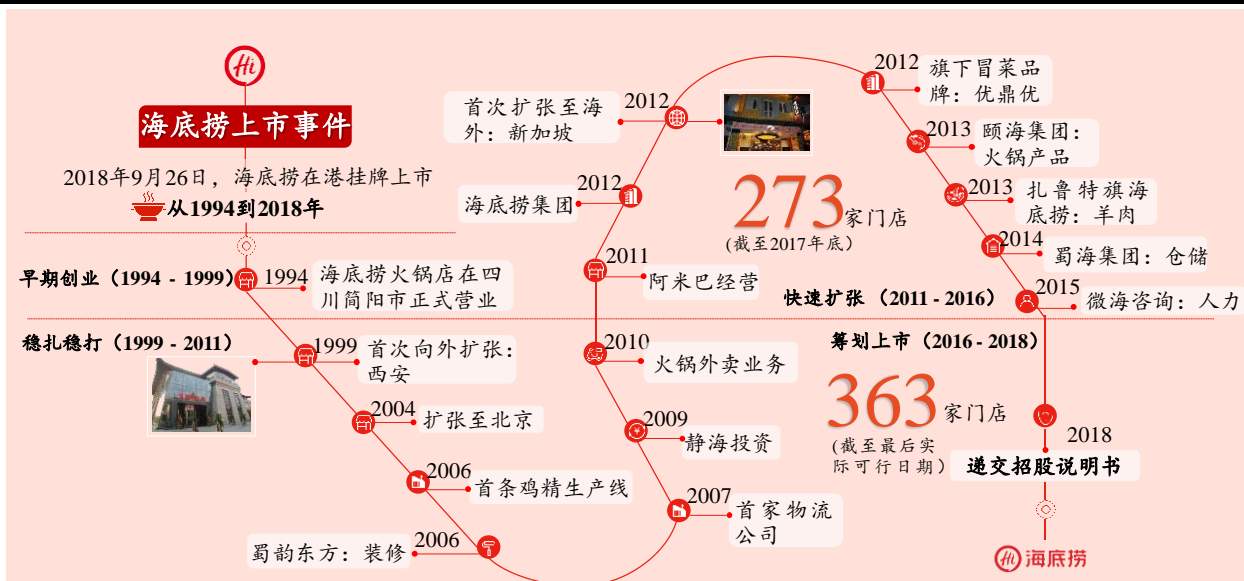
资料来源：方正证券研究所

## 1.2 公司速览

海底捞是火锅行业龙头，品牌定位中高端市场。海底捞绝大部分收入由餐厅经营构成，2018H1 总营收 73.4 亿元，同比增长 54.4%，归母净利润 6.5 亿元，同比增长 52.2%，餐厅收入占比达 97.4%。2017 年在火锅餐饮市场中份额达 2.2%，全年接待客人超过 1 亿人次。整体客单价在百元附近，每年略有增长。

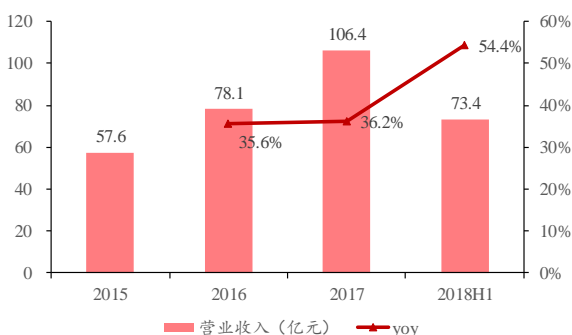
二十余年稳健发展，上市融资补充资金，迈入门店高速扩张期。海底捞于 1994 年在四川省创立，后向全国扩张，2012 年在新加坡开设海外第一家分店。海底捞于 2011 年实行阿米巴经营模式后快速扩张，2017 年门店增至 273 家。截至 IPO 前海底捞已经开设 363 家门店，2018 年预计将扩增 180-220 家门店。随着快速扩张和新餐厅的开业，海底捞的经营活动净现金维持在高位，投资活动净现金流出不断增加，资产负债率持续走高至 2018H1 的 73.7%。海底捞 2018 年 9 月 26 日在港挂牌上市，上市融资 72.7 亿港元，主要用于门店扩展计划，缓解了资金压力。（发售定价为 17.80 港币/股，发行 4.25 亿股，扣除包销费用等所融款项净额约为 72.7 亿港元，60% 用于扩展计划。）12 月 10 日海底捞被纳入港股通股票名单。

图表2：海底捞发展历程



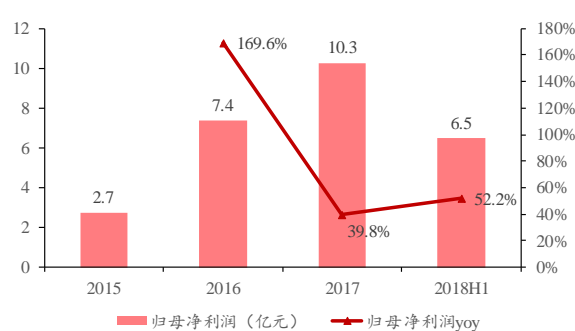
资料来源：海底捞官网，方正证券研究所

图表3：海底捞营业收入稳定增长



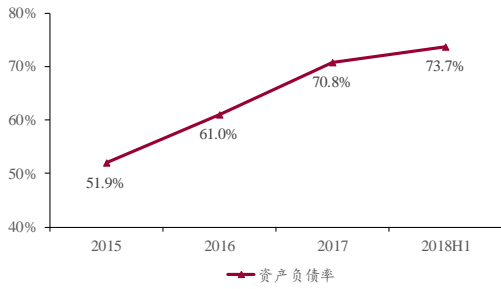
资料来源：海底捞招股书，方正证券研究所

图表4：海底捞归母净利润持续增长



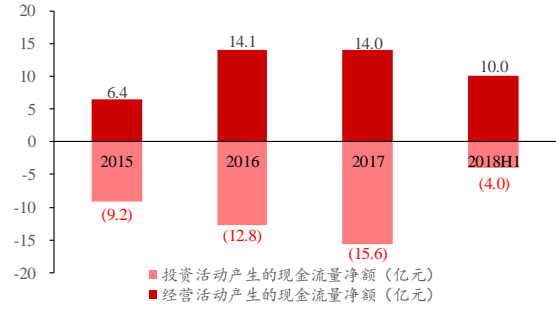
资料来源：海底捞招股书，方正证券研究所

图表5: 海底捞资产负债率持续走高



资料来源: 海底捞招股书, 方正证券研究所

图表6: 2018年海底捞现金流情况

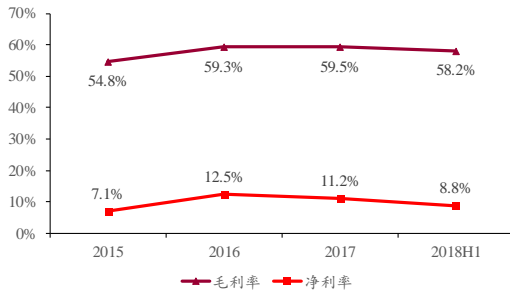


资料来源: 海底捞招股书, 方正证券研究所

**凭借优质服务和高效管理打造独特竞争优势。**海底捞致力于提供超预期的餐厅服务, 用新科技改善就餐体验, 走出了一条差异化道路。而独特的内部管理制度是海底捞实现优质服务可复制的核心保障。此外, 海底捞经营效率高, 年客流量、翻台率等指标领军行业, 同店和新店均表现优异。关联公司遍布火锅全产业链, 有助于控制成本。

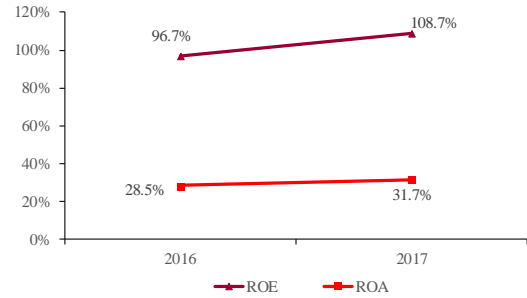
**盈利能力优异。**2018H1 毛利率和净利率分别为 58.2% 和 8.8%, 有所下滑是由于门店快速扩张, 大量新店处于运营初期, 盈利能力尚未完全释放。2017 年 ROA 和 ROE 分别提升 3.2pct 和 12.0pct 至 31.7% 和 108.7%。

图表7: 海底捞毛利率和净利率较为稳定



资料来源: Wind, 方正证券研究所

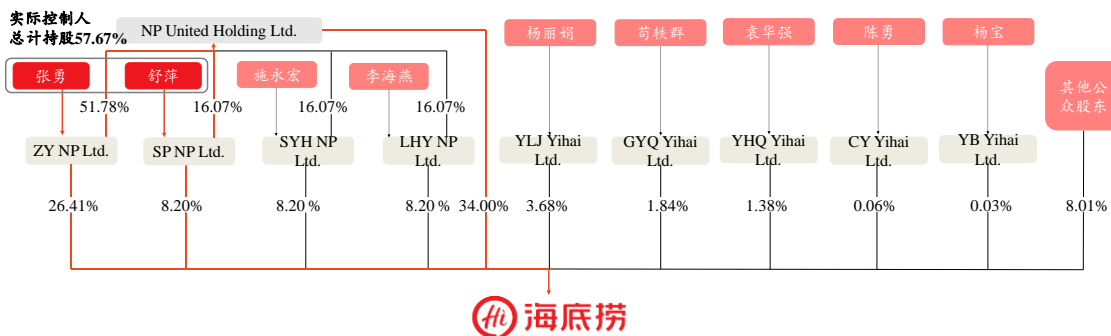
图表8: 海底捞 ROA 和 ROE 有所提升



资料来源: Wind, 方正证券研究所

**股权结构集中稳定。**公司创始人及实际控制人张勇和舒萍夫妇, 通过直接和间接控股方式持股 57.7%, 张勇为首席执行官, 拥有绝对的话语权, 可以实施强力有效的管理。此外, 创始人施永宏和李海燕夫妇控股 27.3%。杨丽娟作为首席运营官持股 3.68%, 有利于保证核心团队的长期稳定。苟轶群、袁华强等也是海底捞的元老级员工。

图表9: 海底捞股权结构集中稳定



资料来源: 海底捞招股书, 方正证券研究所

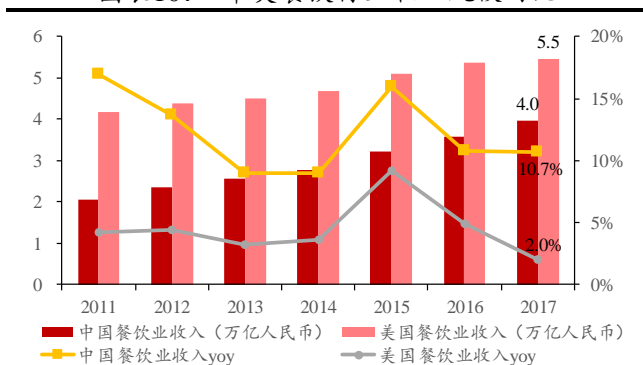
## 2 行业：火锅是餐饮投资的好赛道

### 2.1 餐饮市场规模巨大，消费习惯改变助力增长

城镇化率提高、三四线城市崛起、居民消费习惯改变，带动中国餐饮服务市场稳步快速增长。2017年我国城镇化率58.5%，全国基尼系数维持下降，三四线城市与一二线城市收入差距逐步缩小。人们更加追求生活品质，外出就餐习惯逐渐普及，80后、90后新生代消费群体享受自由的生活方式，推动餐饮市场的规模扩张。

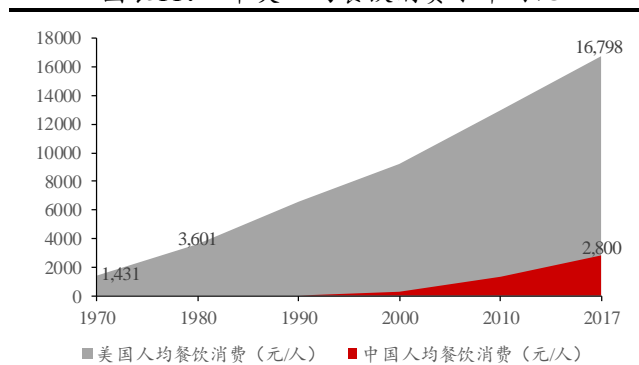
对标发达国家餐饮市场，我国餐饮行业仍有巨大上升空间。虽然中美在社会经济环境、餐饮文化、消费方式等方面存在差异，但美国餐饮业相对成熟，且国土面积与中国相似，餐饮市场的整体发展趋势值得中国借鉴。2017年美国餐饮规模约5.5万亿人民币，中国约为4万亿元，增速超过10%，处于高速发展时期，但人均餐饮消费水平仍处于美国20世纪70年代的水平，中国餐饮行业还有巨大的上升空间。

图表10：中美餐饮行业收入规模对比



资料来源：Wind，国家统计局，美国餐饮业协会，方正证券研究所

图表11：中美人均餐饮消费水平对比



资料来源：Wind，国家统计局，美国餐饮业协会，方正证券研究所

### 2.2 餐饮市场极度分散，行业痛点限制扩张

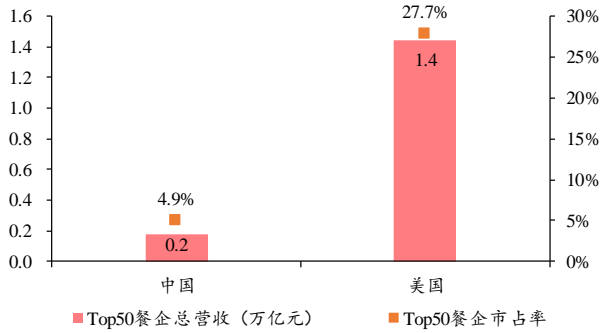
相较于美国，中国餐饮市场更加分散。餐饮行业存在进入门槛极低、护城河不高、竞争者众多、不存在消费者转换成本等特质，形成了竞争激烈、集中度低、极为分散的市场格局。美国餐饮市场较分散，2016年Top50餐饮企业市占率为27.7%。而中国餐饮集中度更低，Top50餐企市占率仅为4.9%。为解决规模扩张的问题，美国餐饮巨头采用“类工业化”的运营模式，依靠半成品加工的烹饪方法，实现食材和制作流程的高度统一，例如麦当劳、肯德基等快餐餐厅。

中式餐饮特质限制餐企规模扩张，阻碍餐饮巨头的形成。(1) 供应链效率不高。我国餐饮业供应链普遍过长、可靠性不高、效率低下，导致原材料采购成本过高、食材配送不及时、消费者体验下降。(2) 食物难以实现标准化。大多数中式餐厅过分依赖厨师水平，难以实现食材加工的标准化。(3) 服务难以保持一致性。餐厅的服务水平依赖于一线员工，而餐饮业人员流失率高，使得服务水平不稳定，从内部管理上限制了扩张。2017年我国餐饮业平均员工流失率高达40.5%，其中团餐最高，达57.3%，火锅最低为25.7%。

即便如此，连锁化依然是餐饮行业发展趋势，中国连锁餐饮企业门店数在不断增长。

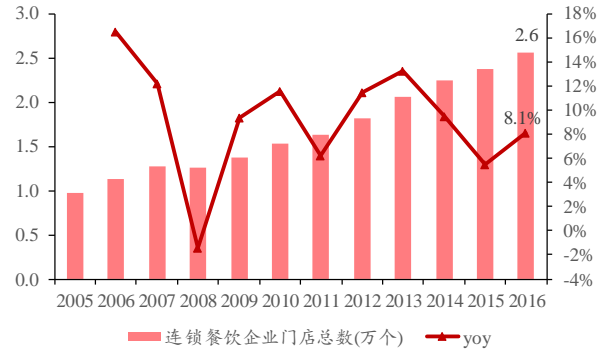


图表12: 2016 年中美 Top50 餐饮企业集中度



资料来源: 美国餐饮 TOP50 报告, 方正证券研究所

图表13: 中国连锁餐饮企业门店数不断增长



资料来源: 国家统计局, 方正证券研究所

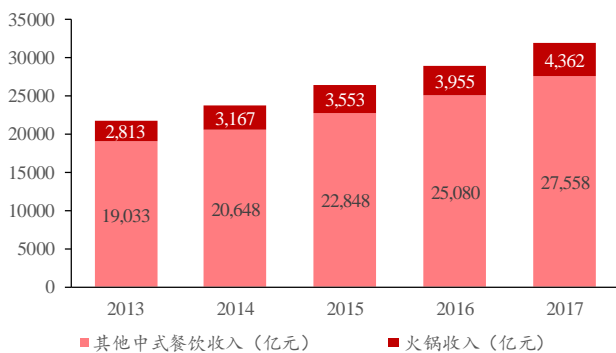
### 2.3 火锅直击行业痛点, 中高端火锅市场增速最快

火锅深受大众喜爱, 市场空间广阔。火锅历史悠久, 就餐方式独特, 具备广谱性和社交性, 在中式餐饮中占据最大的市场份额, 占比高达 13.7%。2017 年中国餐饮市场规模约 4 万亿元, 其中中式餐饮 3.2 万亿, 占 80.5%, 火锅餐厅市场的总收入达 4,362 亿元, 2013-2017 年 CAGR 为 11.6%, 超过中式餐饮 9.9% 的复合增速。

火锅容易实现标准化, 有效避开行业痛点, 为连锁品牌的规模化扩张提供可能。火锅是一种高度标准化的产品, 是唯一不依赖厨师烹饪技术的中式餐饮业态。半自助式就餐形式, 让火锅店只需要向客户提供标准化的新鲜食材和锅底, 保证了食物的统一性、品质的可控性, 更适宜连锁品牌的规模化扩张。在扩张方式上, 加盟容易出现无法保证品质一致性而导致品牌受损的问题, 中式餐饮对食材讲究、烹饪方法复杂、对员工素质要求较高, 需要采用直营模式扩张, 更加需要资本支撑。

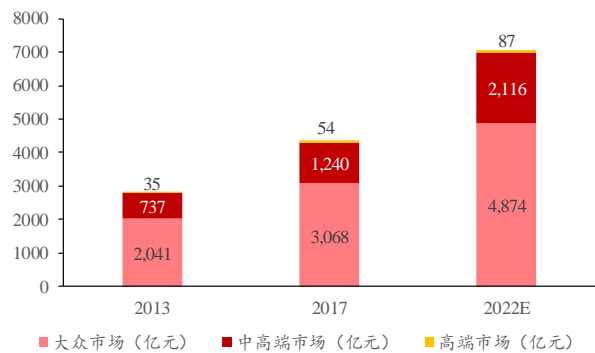
消费升级带动火锅中高端市场快速增长。消费者注重食材品质、就餐环境、优质服务, 推动了中高端火锅市场的快速增长, 2013-2017 年 CAGR 为 13.9%, 超过高端市场 (11.4%) 和大众市场 (10.7%)。

图表14: 火锅市场规模快速增长



资料来源: 海底捞招股书, 方正证券研究所

图表15: 中高端火锅市场快速增长



资料来源: 海底捞招股书, 方正证券研究所

### 3 核心优势：经营效率领先行业，服务铸造品牌优势

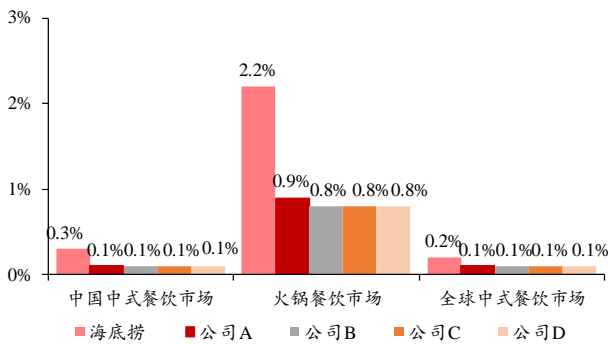
#### 3.1 同店销售稳定增长，新门店加速扩张，不断巩固火锅大佬地位

##### 3.1.1 营业收入高速增长，市场份额绝对领先

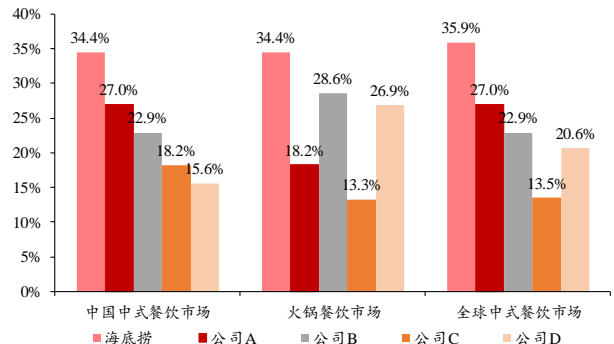
海底捞的市占率在极度分散的餐饮市场中遥遥领先。2017年，按照营业收入份额计算，海底捞的市占率在中国中式餐饮市场、火锅餐饮市场、全球中式餐饮市场分别为0.3%、2.2%、0.2%，均位列第一，属于绝对的行业龙头。对标美国餐饮龙头 Darden Restaurants，2018年营收80亿美元，净利6亿美元，市占率在全美餐饮市场中为1%左右，在全服务餐厅中为2.3%，海底捞的市占率还有大幅提升空间。

海底捞营业收入的快速增长进一步巩固了其行业龙头的地位。海底捞是国内首家破百亿的餐饮企业，2017年营业收入为106.4亿元。其营业收入快速增长，2015-2017年CAGR高达35.9%，主要由于同店销售稳定增长和新门店加速扩张不断增厚业绩。

图表16：2017年各公司市场份额对比



图表17：2017年各公司营业收入增长率对比



资料来源：海底捞招股书，方正证券研究所

资料来源：海底捞招股书，方正证券研究所

注：公司A、B、C、D代指各类市场前五大经营者，不特指具体公司；中国中式餐饮市场和火锅餐饮市场均不包含海外餐厅收入，造成营收增速存在差异

图表18：海底捞是火锅餐饮市场的领军者

排名	集团	收入(十亿元)*			增长率	市场份额	餐厅数(家)	每间餐厅年收(百万元)	翻台率(次/天)	年客流量(百万人)	平均消费(元/人)
		2015	2016	2017							
1	海底捞	5.5	7.2	9.7	34.4%	2.2%	254	38.2	5	102.6	94.6
2	公司C	3.2	3.3	3.9	18.2%	0.9%	~440	~9	~3	~70	~60
3	公司E	2.4	2.8	3.6	28.6%	0.8%	~760	~5	~4	~74	~50
4	公司F	3.0	3.0	3.4	13.3%	0.8%	~550	~6	~3	~41	~80
5	公司G	2.6	2.6	3.3	26.9%	0.8%	~560	~6	~2	~37	~90

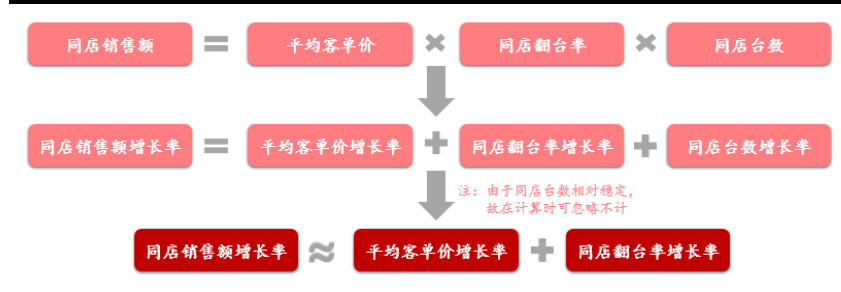
资料来源：海底捞招股书，方正证券研究所

注：\*火锅餐饮市场收入不包含各个餐饮集团海外餐厅收入，与总营收存在差异

### 3.1.2 翻台率高+客单价稳，促同店销售额增长，存量收入增速稳定

同店销售额剔除了新店开设对业绩的影响，可以用来评判一家连锁餐厅的经营好坏，其增长率主要受客单价和翻台率的影响。

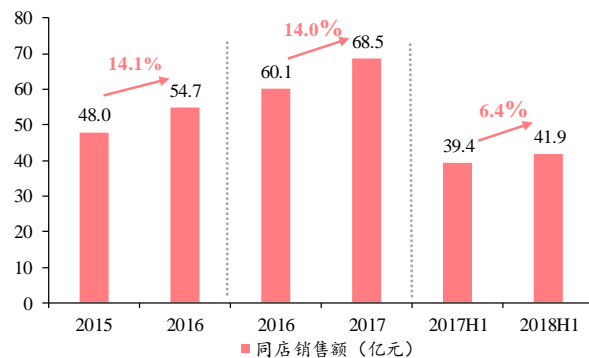
图表19：同店销售额及增长率计算公式



资料来源：方正证券研究所

海底捞同店销售额在高速增长后步入稳定阶段。2016-2017 年及 2018H1，同店销售额增速分别为 14.1%、14.0%、6.4%。2017 年同店销售额 14% 的增长分别来自于翻台率 11% 的增长和客单价 3% 的提升；2018H1 增速 6% 分别来自于翻台率 4% 的增长和客单价 3% 的提升。

图表20：海底捞同店销售额及增速



资料来源：海底捞招股书，方正证券研究所

图表21：海底捞与呷哺呷哺同店数据对比

同店数据		2015	2016	2016	2017	2017H1	2018H1
同店数量	海底捞	102		125		156	
	呷哺呷哺	467		506		614	
同店销售额 (亿元)	海底捞	48.0	54.7	60.1	68.5	39.4	41.9
	呷哺呷哺	23.4	24.1	24.9	27.0	13.7	14.7
同店销售增长率	海底捞	14.1%		14.0%		6.4%	
	呷哺呷哺	3.0%		8.5%		7.3%	

资料来源：海底捞招股书，呷哺呷哺年报，方正证券研究所

#### (1) 客单价维持稳定增长

海底捞定位为中高端火锅，客单价基本稳定在 90-100 元，且历年来稳步提升。2017 年和 2018H1 客单价增速分别为 3.4% 和 3.4%。

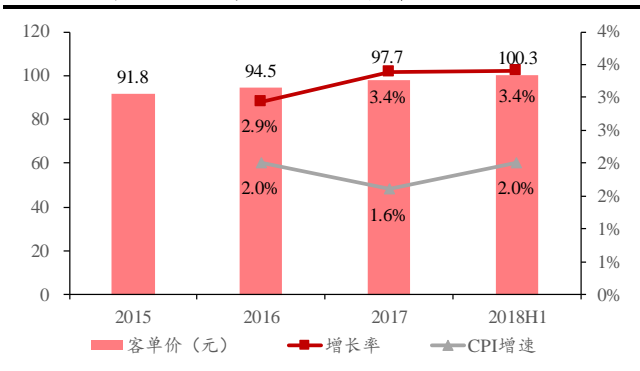
#### (2) 翻台率快速增长并稳定在高位

营业时间加长促海底捞翻台率快速提升。翻台率可以衡量餐厅的

经营效率、体现门店的管理水平。海底捞同店销售的高增长主要受其高翻台率的影响。2016-2017 年同店翻台率的快速提升主要是海底捞逐渐加长若干餐厅的营业时数所致。

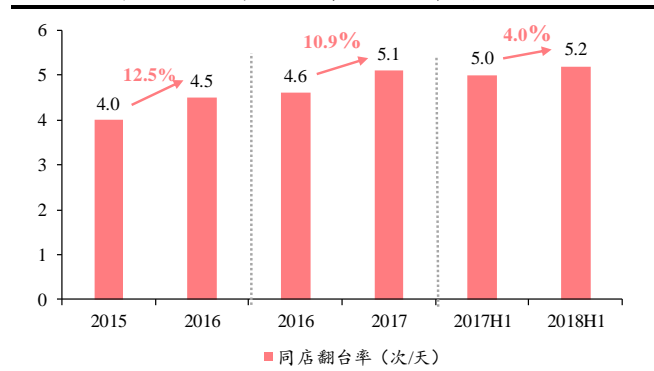
**翻台率进一步提升的空间有限。**营业时长是海底捞保持高翻台率的重要秘诀。目前海底捞大部分门店营业时间为 22 小时 (9:00-次日 7:00)，而呷哺呷哺营业时间均为 10:00-21:30。海底捞全年无休，并且充分利用夜间非高峰时段，加之超强的品牌知名度，门店能够吸纳充足的客流量，保证超高的翻台率。但接近饱和的营业时间也使得海底捞翻台率进一步提升的空间有限，这也是 2018H1 翻台率提升速度放缓的主要原因。

图表22： 海底捞整体客单价稳定增长



资料来源：Wind，海底捞招股书，方正证券研究所

图表23： 海底捞同店翻台率增速放缓



资料来源：海底捞招股书，方正证券研究所

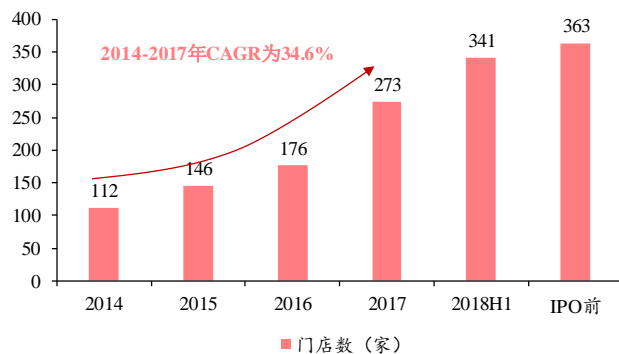
### 3.1.3 餐厅网络快速扩张，新店维持高效运营，带来增量收入

在同店销售额稳定增长的情况下，新开门店能够带来新的增量收入，进一步打开公司业绩增长的想象空间。

#### (1) 门店数量快速扩张

近三年来，海底捞门店高速扩张，从 2015 年底的 146 家扩张到了 2017 年底的 273 家，截至 IPO 前门店数量达 363 家。海底捞在 2018 年步入飞速发展的阶段，上市募集资金的 60% 将用于开设新店，预计新增门店数量 180-220 家，与 2017 年相比门店扩张量超过 70%。

图表24： 海底捞同店销售额及增速



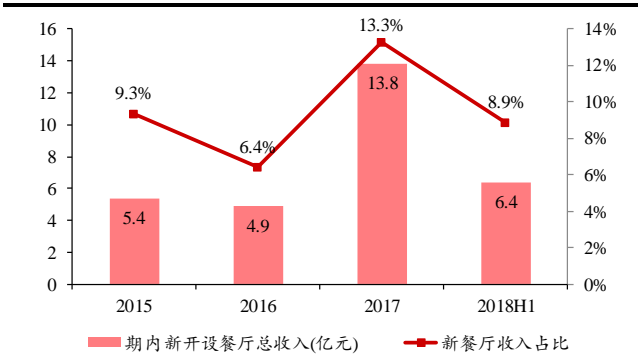
资料来源：海底捞招股书，方正证券研究所

注：门店数量为截至期末数据

## (2) 新店运营不输老店

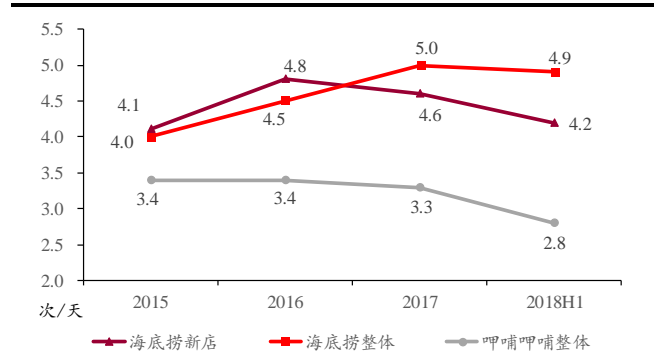
海底捞新门店运营能力强，翻台率高且投资回收快。2017 年和 2018H1，新店营收分别为 13.8 亿元、6.4 亿元，占总营收的 10% 左右；翻台率分别为每天 4.6 次、4.2 次，远超市呷哺呷哺的整体翻台率。海底捞的新门店单店投入在 800-1,000 万元，1-3 个月即可实现盈亏平衡，6-13 个月完成投资回收，相比于其他中餐品牌 3-6 个月、15-20 个月的盈亏平衡和投资回收期，具有较大优势。

图表25：海底捞餐厅营业收入及占比



资料来源：海底捞招股书，方正证券研究所

图表26：海底捞新店翻台率表现优秀

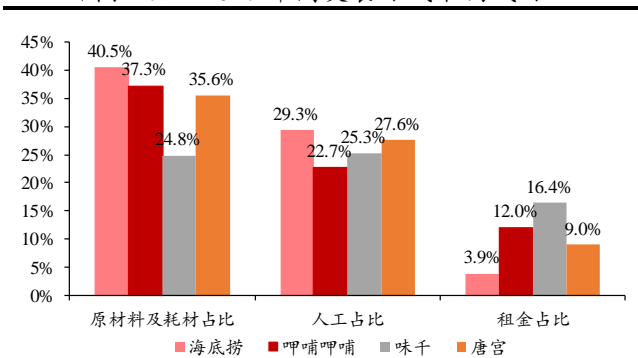


资料来源：海底捞招股书，呷哺呷哺年报，方正证券研究所

### 3.2 充分利用关联公司供应链，不断优化门店选址，控制成本

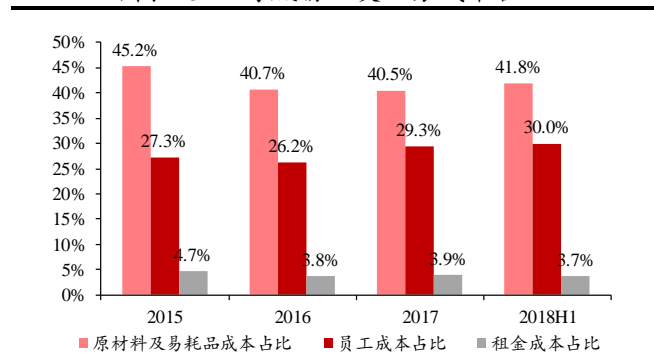
海底捞的成本结构与同类公司相比有明显差异。火锅店的成本主要包含三个方面：原材料及易耗品成本、员工成本、租金成本。海底捞在原材料及易耗品成本和员工成本方面的支出占大头，二者合计占总营业收入比例约 70%；而租金成本占比不到 4%，远低于同行。

图表27：2017 年同类餐厅成本构成对比



资料来源：海底捞招股书，各公司年报，方正证券研究所

图表28：海底捞三类细分成本占比



资料来源：海底捞招股书，方正证券研究所

#### 3.2.1 依托关联公司的全产业链布局，提升资产周转率锁定食材成本

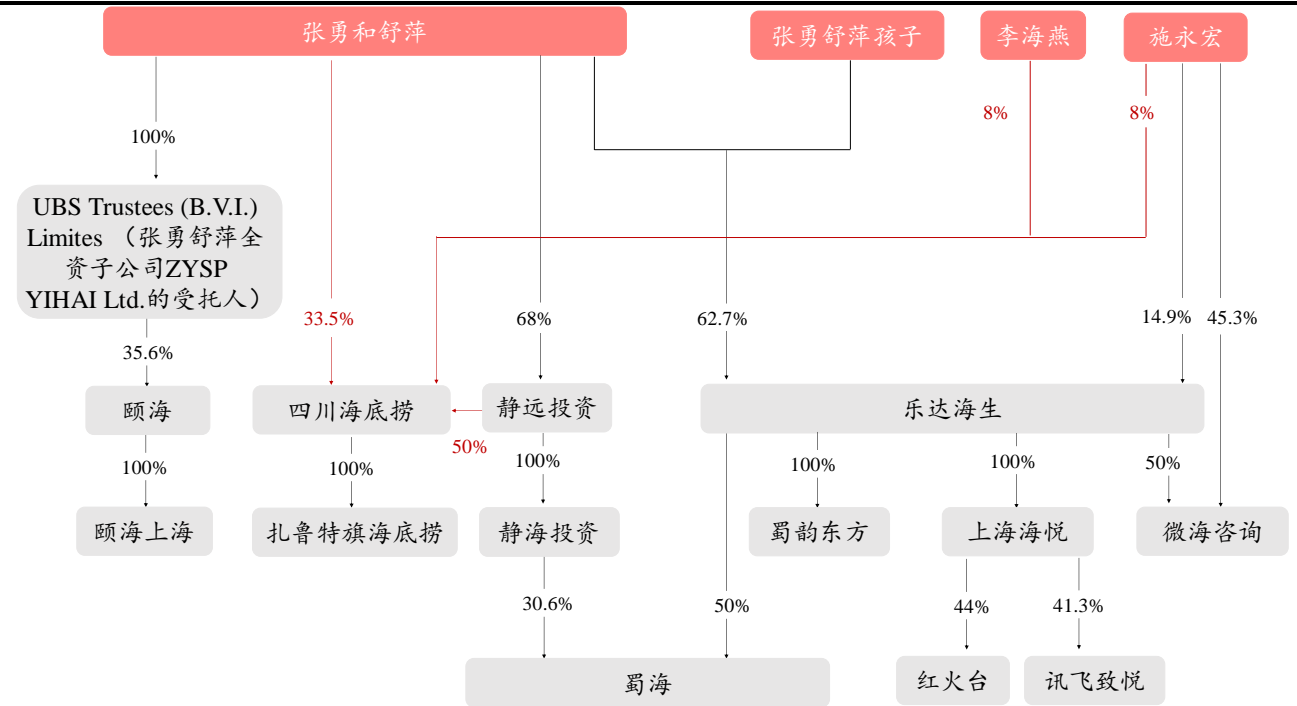
关联公司全产业链布局，实现供应链一体化。2011 年海底捞充分运用阿米巴经营模式，将原有的火锅产业链条上各项业务拆分整合，设立为大型连锁餐饮企业提供专业化服务的供应商，将成本费用部门一一变成利润中心，如颐海集团、蜀海集团、蜀韵东方及微海咨询等，实现从食材供应、底料加工、装修设计到技术服务的供应链一体化。

图表29：海底捞及其关联公司的火锅产业链布局



资料来源：海底捞招股书，方正证券研究所

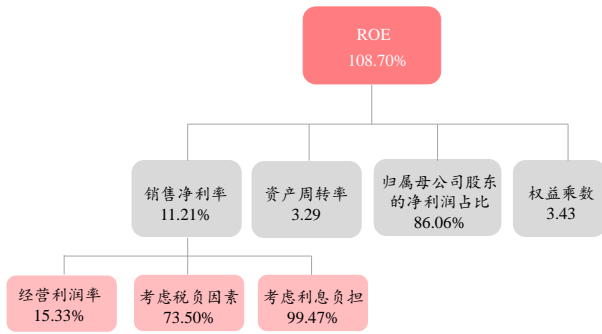
图表30：海底捞关联交易公司的控股股东情况



资料来源：海底捞招股书，方正证券研究所

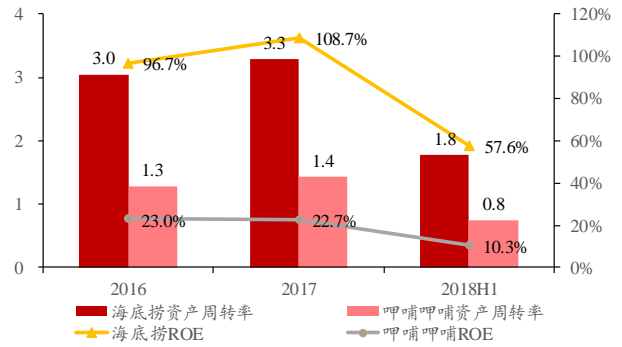
供应链一体化提升资产周转率，成为海底捞高 ROE 的秘诀之一。海底捞 ROE 远高于同业的呷哺呷哺，利用杜邦分析法拆解可以发现高资产周转率是支撑海底捞高 ROE 的主要原因之一，其资产周转率是呷哺呷哺的两倍以上。海底捞供应链一体化则是资产保持高速周转的深层原因。火锅行业从上游的食材采购到最终的门店销售每一个环节都会影响资产周转率，海底捞供应链一体化提升经营效率。

图表31: 海底捞 2017 年杜邦分析



资料来源: Wind, 方正证券研究所

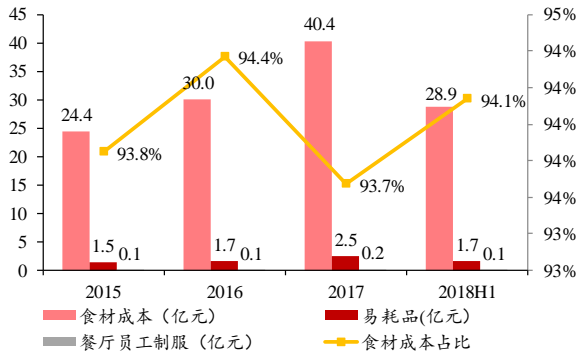
图表32: 海底捞资产周转率远高于呷哺呷哺



资料来源: 海底捞招股书, 呷哺呷哺年报, 方正证券研究所

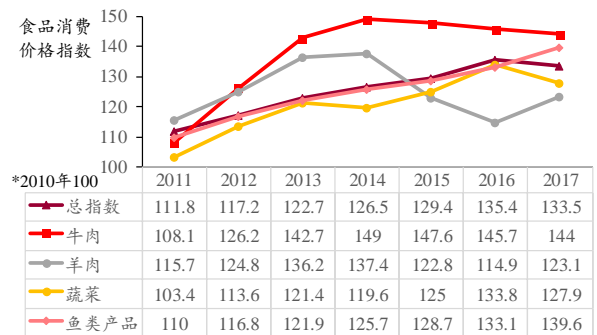
**通过关联交易的方式锁定食材成本, 助海底捞快速扩张。**海底捞原材料及易耗品成本中食材成本占比超过 90%。近年来随着物价水平上升, 原材料成本不断上涨。但海底捞的原材料及易耗品成本占比由 2015 年的 45.2% 下降至 2017 年的 40.5%, 2018H1 由于新店开业促销等活动, 占比小幅上扬至 41.8%, 但基本保持稳定。海底捞能够有效控制原材料成本的主要原因是充分利用关联交易。关联交易在海底捞的食材采购中占比较高, 且海底捞是其关联供应商的主要服务对象, 在销售总收入中占比均超过 50%, 在议价能力上占据优势。

图表33: 海底捞原材料及易耗品成本细分



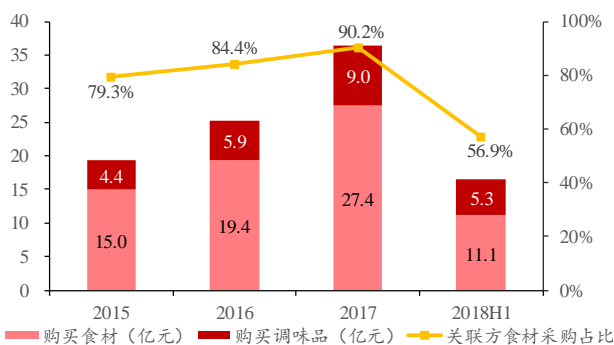
资料来源: 海底捞招股书, 方正证券研究所

图表34: 主要火锅食材消费物价指数



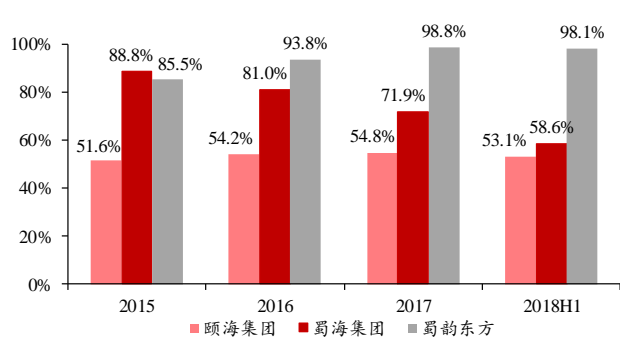
资料来源: 海底捞招股书, 方正证券研究所

图表35: 海底捞食材供应额关联交易细分



资料来源: 海底捞招股书, 方正证券研究所

图表36: 海底捞占主要关联供应商收入比例



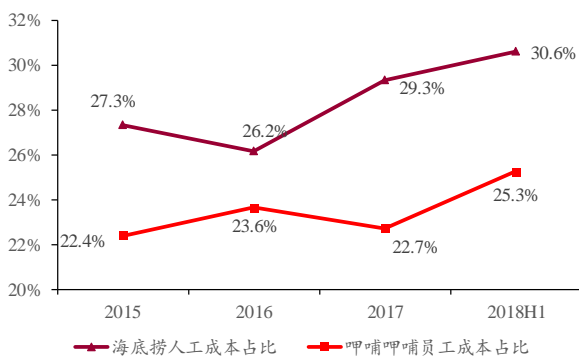
资料来源: 海底捞招股书, 方正证券研究所

### 3.2.2 以较高的人工成本换取优质服务，是铸造核心竞争优势的基础

**海底捞人工成本高于同行。**2015-2017年及2018H1，海底捞人工成本占营业收入比例分别为27.3%、26.2%、29.3%、30.6%，而呷哺呷哺的人工成本占比在25%左右。截至2017年底，海底捞共有50,299名员工，人均年薪约为6.2万元，远高于呷哺呷哺的3.9万元。

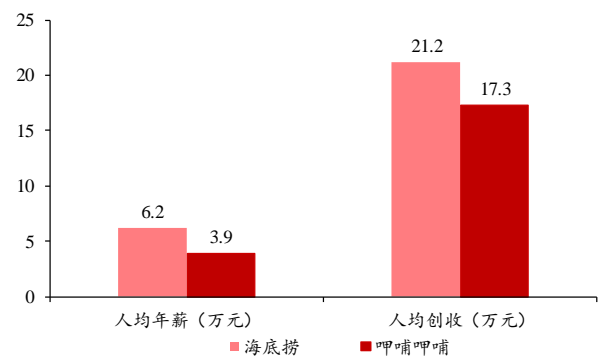
**高员工成本创造高回报。**海底捞以“服务好”作为竞争优势，而服务依赖于员工。海底捞注重员工培训，采用具有激励性质的薪酬框架，加之不断开设新店，使其人工成本远高于同行。但高人工成本也创造了高回报，2017年海底捞人均创造营业收入为21.2万元，高于呷哺呷哺的17.3万元。随着海底捞业务规模不断扩大，招募员工数量与培训成本都将快速增加，人工成本占比将保持在高水平。

图表37：海底捞与呷哺呷哺人工成本占比



资料来源：海底捞招股书，呷哺呷哺年报，方正证券研究所

图表38：2017年海底捞与呷哺呷哺薪酬创收对比

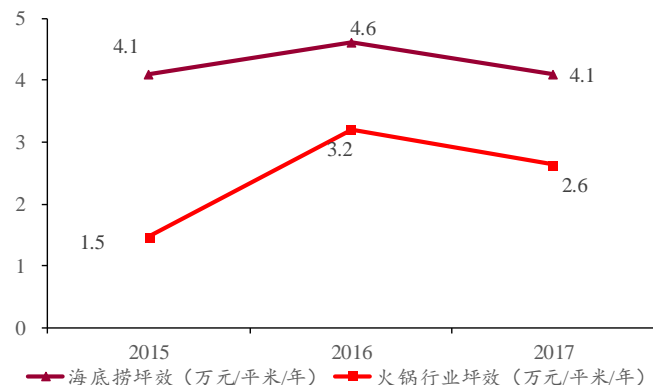


资料来源：海底捞招股书，呷哺呷哺年报，方正证券研究所

### 3.2.3 不断优化门店选址等多重因素叠加，有效控制租金水平

2017年海底捞的租金成本仅占营业收入的3.9%，远低于行业水平，主要依靠三大法宝：(1) 凭借超高的翻台率提升店铺坪效，压低租金成本占比。(2) 早期门店大量选址于非商圈地段，且租约期较长，占尽优势。(3) 依靠强势品牌影响力，无需依赖商圈引流，反而为商圈带来人气，获取租金优惠。目前，公司还通过与阿里云合作开发人工智能，利用大数据分析技术不断提高餐厅选址效率。

图表39：海底捞坪效大幅领先行业内平均水平



资料来源：海底捞招股书，中国饭店业协会，方正证券研究所



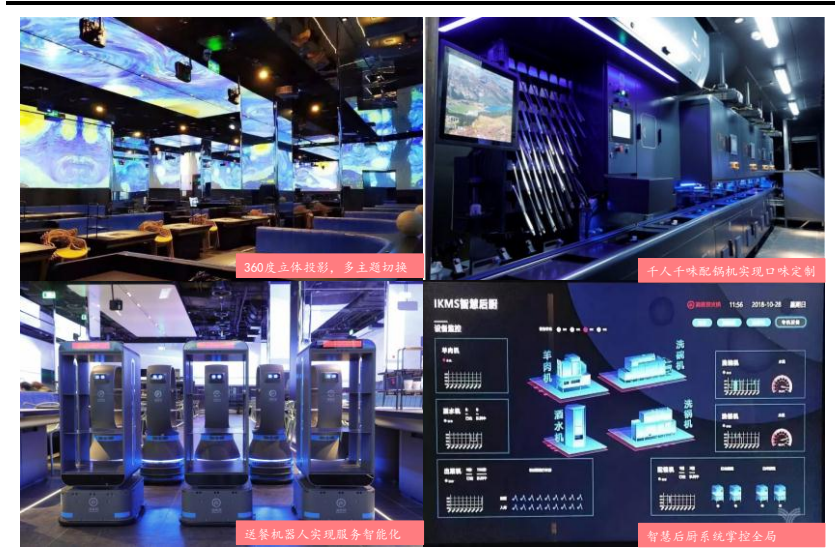
### 3.3 凭借优质服务积累品牌优势，用独特的管理制度发展差异化战略

海底捞充分实施差异化战略，另辟蹊径打造“优质服务”的竞争优势。独特的经营理念、高效的管理体系、强大的人才储备和较高的客户满意度成为海底捞快速扩张的核心支柱和强大推动力。

#### 3.3.1 用优质服务和极致用餐体验提升客户粘性，营造独特品牌优势

海底捞致力于为顾客提供极致用餐体验，用超预期的优质服务，在同质化竞争严重的火锅行业里脱颖而出，打造了独特的品牌优势。海底捞在加强“人性服务”的同时，重视技术创新，开发并应用一系列特色技术，加强智能服务，提升客户满意度和就餐效率，提高客户粘性，具体包括：自动下单、应用程序、智能厨房、定制化口味、自助电话热线、人工智能、二维码排队、虚拟现实及沉浸式就餐等。2018年10月28日，海底捞在北京推出首家智慧餐厅，计划在上海、深圳、新加坡各推出一家，品牌效应持续增强。

图表40：智慧餐厅提供极致用餐体验



资料来源：百度图片，方正证券研究所

#### 3.3.2 凭借独特的管理制度，实现高质量服务水平下的裂变式扩张

在快速扩张的同时，维持高质量服务水平不变才是海底捞成功的关键。海底捞通过独特的管理制度，做到了“优质服务”的规模化扩张，铸造品牌优势，构建竞争壁垒。

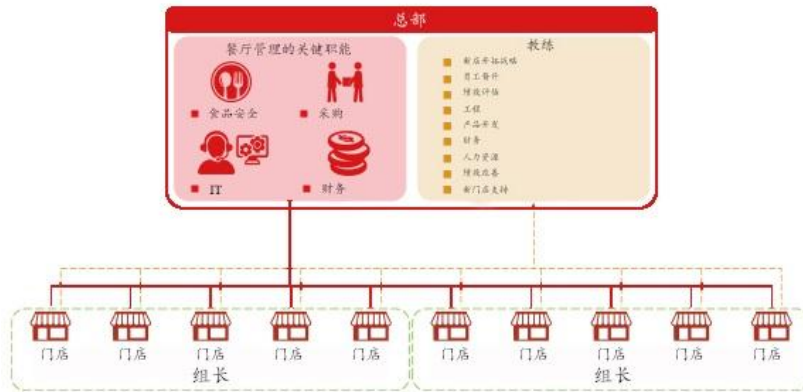
##### (1) “扁平化”管理系统提高管理效率

海底捞采取扁平化的组织架构，内部组织分为总部、教练、抱团小组及餐厅四部分，餐厅直接向高级管理层汇报，抱团小组相互支持，实现信息和资源共享，既提高了信息的透明度又增强了公司目标的执行力，有效的降低了管理成本。

##### (2) “师徒制”为扩张提供保障，具体包含薪酬制度和考核机制

新店开设的关键在于“店长”。截至目前，海底捞共有320名现任店长和400名余储备店长。海底捞采用“师徒制”培养新店长，绑定店长与公司的利益，为高效扩张提供保障，具体包含三个方面。

图表41：海底捞内部组织架构图



资料来源：海底捞招股书，方正证券研究所

**利用薪酬方案和分配机制绑定利益。**海底捞为店长提供 AB 两种薪酬方案。大多数店长会选择 B 方案，不断培养徒弟，为自身带来更多收益，徒弟们再培养徒孙，薪酬越来越丰厚。这就形成了人力体系的“裂变式”自我扩张，是超预期服务质量的前提保障。

**公平的晋升机制和人才培养制度促进员工成长。**海底捞所有店长均是从内部提拔。海底捞为员工构建公平畅通的晋升通道，重视员工培训，通过“海底捞大学计划”不断培养储备人才，促进员工成长。

**利用柔性考核激励员工保证服务质量。**为了保障优质服务，海底捞考核客户满意度、员工积极性、干部培养这三个柔性指标，通过委派独立第三方神秘嘉宾，到店体验评级的方式，对各个门店进行评估。餐厅评级与店长评级挂钩，与员工未来发展密切相关，激励店长和员工主动提升服务质量。

图表42：海底捞利益分配制度



资料来源：海底捞招股书，方正证券研究所

### (3) 多项技术及系统的应用提升企业运营管理效率

海底捞充分运用商业智能提升管理效率。与阿里云开发人工智能平台以更高效地完成餐厅选址；与第三方合作开发中央化系统实现智能库存管理、开发计件薪酬系统和员工管理系统，实现员工工作量计量、轮休安排、离职移交等日常管理智能化。

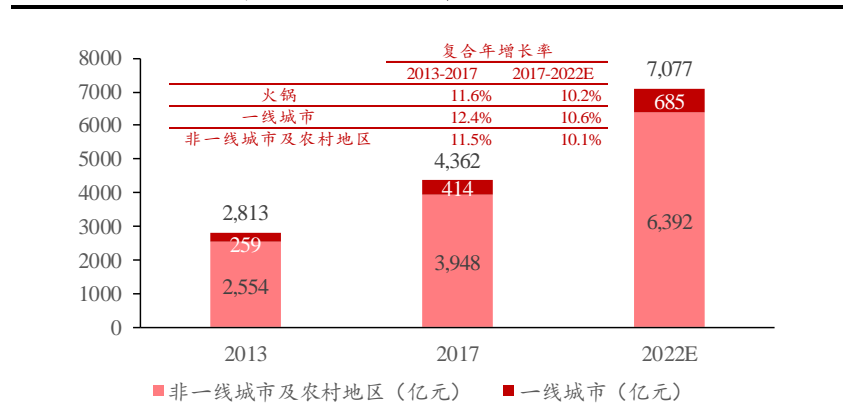
#### 4 未来看点：在维持高效经营之下，用开店扩张获取增长

我们认为海底捞的未来看点在于维持高经营水平下的新门店扩张，且二三线及以下城市会成为主要市场。

##### 4.1 二三线及以下城市火锅市场空间巨大

火锅市场空间广阔，一线城市的增速较快，而二三线及以下城市的空间广阔。一线城市消费者收入水平高且生活节奏快，外出用餐需求不断增加，推动了一线城市火锅市场的发展，复合增速高于火锅整体市场。而非一线城市及农村地区的火锅市场占据 90% 份额，随着城镇化进程加快和人均可支配收入提升，该地区拥有巨大的潜力。

图表43：各线城市火锅收入对比

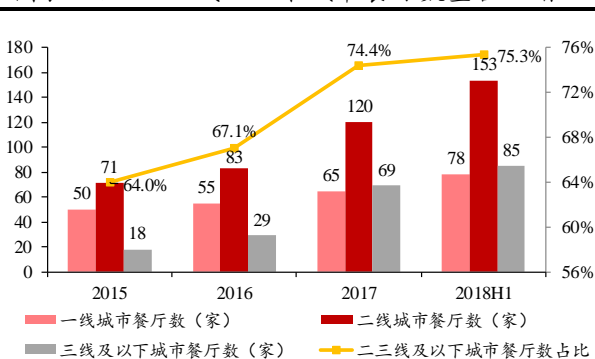


资料来源：海底捞招股书，方正证券研究所

##### 4.2 海底捞门店加速下沉且表现亮眼

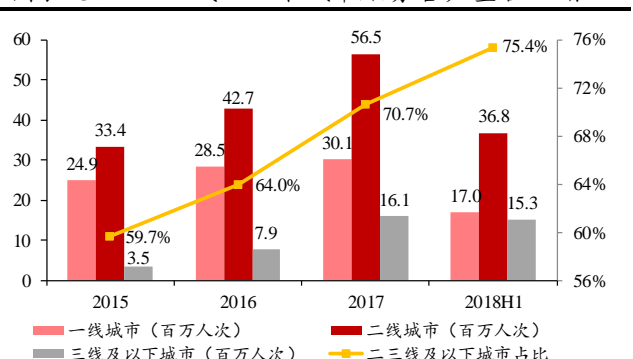
海底捞门店布局下沉，二三线及以下门店数和服务客户数均不断增多，截至 2018 年 6 月底占比均突破 75%。

图表44：二三线及以下城市餐厅数量占比增加



资料来源：海底捞招股书，方正证券研究所

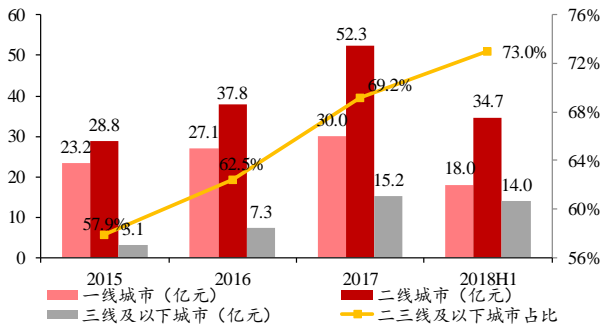
图表45：二三线及以下城市服务客户量占比增加



资料来源：海底捞招股书，方正证券研究所

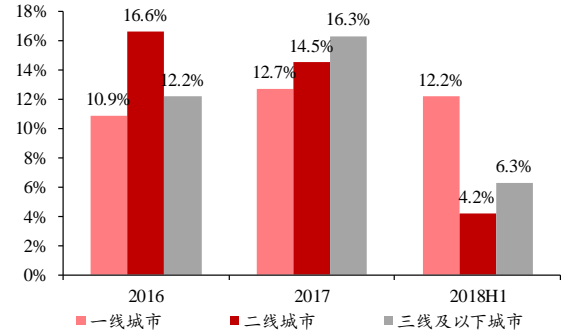
二三线及以下城市的门店表现亮眼，成为业绩的主要贡献者。将营收和同店销售额按照地区拆分，二三线及以下城市营收占比达 73.0%，其中二线城市成为主要贡献力量，三线及以下城市增长迅速。二三线及以下城市同店销售保持较高增长，但 2018H1 增速回落，究其原因，是二三线及以下城市翻台率增速均下降，且三线及以下城市客单价出现小幅下滑所致。

图表46: 二三线及以下城市营收占比不断提升



资料来源: 海底捞招股书, 方正证券研究所

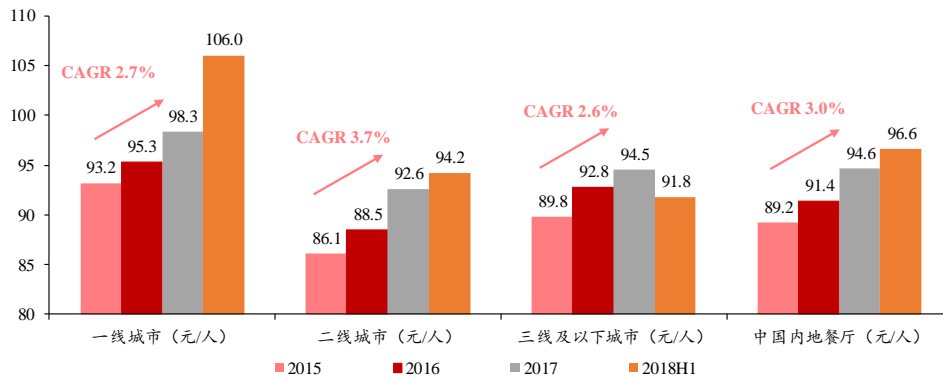
图表47: 各线城市同店销售增长率对比



资料来源: 海底捞招股书, 方正证券研究所

客单价在各线城市之间差异不大。海底捞一线城市客单价最高、三线及以下城市次之、二线城市最低, 2017年分别为98.3元、94.5元、92.6元。2015-2017年, 一线、二线、三线及以下城市客单价CAGR分别为2.7%、3.7%、2.6%, 二线城市增长最为迅速。

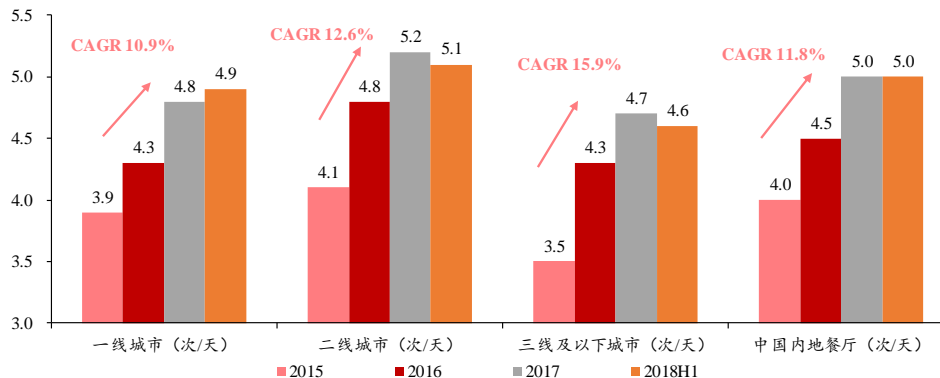
图表48: 海底捞各线城市的客单价



资料来源: 海底捞招股书, 方正证券研究所

二三线城市翻台率表现更优。二线城市翻台率最高, 且优于海底捞的中国内地餐厅的整体表现, 三线及以下城市翻台率与总体持平。2015-2017年, 一线、二线、三线及以下城市翻台率CAGR分别为10.9%、12.6%、15.9%, 三线及以下城市门店的翻台率增速最高。在消费升级的大趋势下, 二三线城市巨大的市场潜能和优异的业绩表现将为公司下一步加速扩张打下良好基础。

图表49: 海底捞各线城市的翻台率



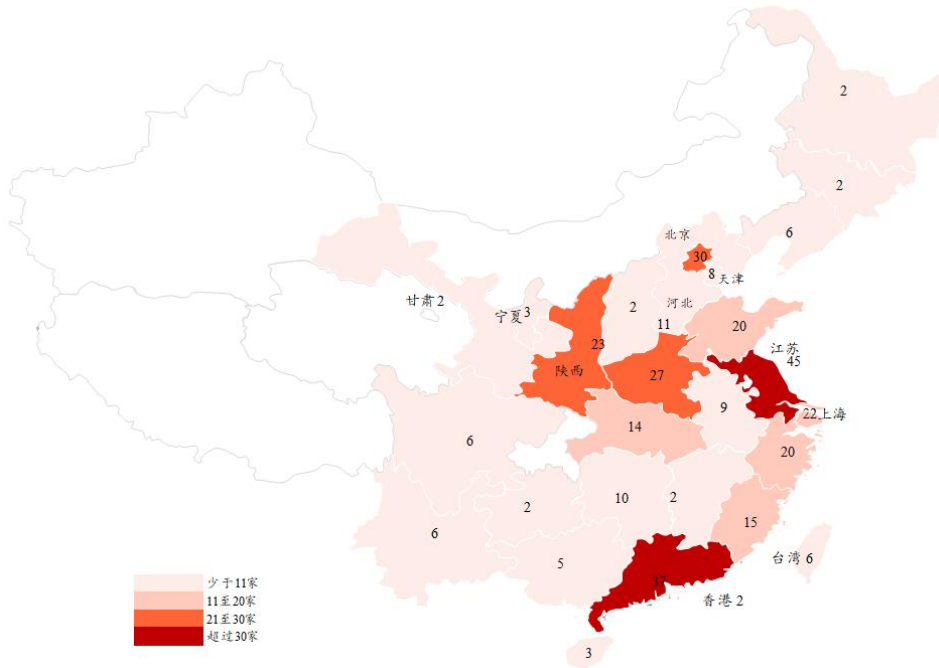
资料来源: 海底捞招股书, 方正证券研究所

## 5 市场重点关注问题

### 5.1 开店数量的天花板：二三线及以下城市空间广阔

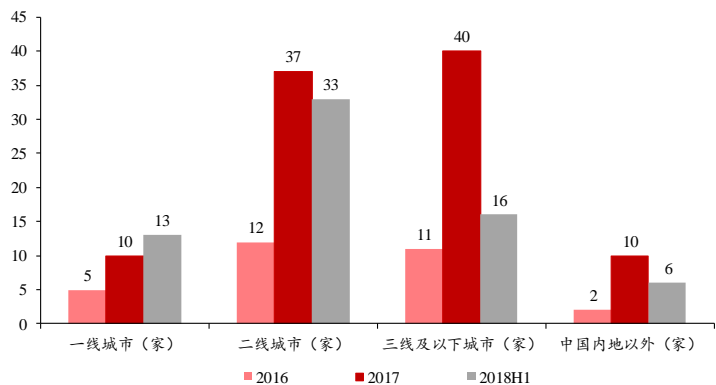
海底捞目前门店数量 363 家，境内门店占比 91.5%。从目前的开店节奏来看，一线城市扩张速度较为平稳，海底捞的门店布局开始向二三线及以下城市下沉，扩张速度很快。结合海底捞上市之后将获得充足的店面扩张资金以及二三线城市尚未完全释放的消费潜力和发展空间，我们预计海底捞境内门店扩张仍有较大的空间。

图表50： 海底捞火锅门店全国布局



资料来源：海底捞招股书，方正证券研究所

图表51： 海底捞各线城市及中国内地以外净开店情况



资料来源：海底捞招股书，方正证券研究所

城市的商圈数量与其人口和人均可支配收入之间存在稳定的关系，且餐饮企业新开门店均会按照商圈进行选址，因此我们采用城市商圈数量作为估测指标，并根据城市的经济水平对不同城市商圈符合海底捞开店标准的概率赋予不同的系数。

对于海底捞中短期开店空间，我们以中大型商圈（大于 5 万平方米）研究源于数据 21 研究创造价值

为基础进行预测。根据目前商圈数，我们认为中短期内，一线城市还有 20%的发展空间，给予 1.2 的空间系数，预估开店市场空间为 126 家。而目前二线城市平均每个商圈承载的城市消费水平(=人均可支配收入\*常住人口/商圈数)约为一线城市的三分之一，结合二线城市未来发展空间，给予 0.6 的空间系数，预估开店市场空间为 405 家。针对三线及以下城市，我们给予 0.4 的空间系数，预估开店市场空间为 455 家。海底捞 2018 年新开门店计划为 180-220 家，未来几年将保持每年 200 家的高速扩张趋势，在 5 年之后达到上千规模的店面数。而从中短期看，海底捞的门店空间近 1,000 家，能够支撑其未来 3-5 年的快速扩张。

图表52：海底捞中短期开店空间测算

城市级别	2018H1	城市或地区数量	商圈数	预估市场空间	剩余发展空间
一线城市	78	4	105	126	48
二线城市	153	26	675	405	252
三线及以下城市	85	~289	~1138	455	370
总计	316	1453	~1918	986	670

资料来源：Wind，赢商网，方正证券研究所

对于海底捞开店天花板，我们以中型商圈（大于 3 万平米）为基础进行预测。一线城市客流量和人均消费水平较高，平均一个商圈开设 2 家门店；二三线及以下城市则为平均一个商圈开设 1 家门店。经测算，我们认为海底捞门店的天花板约 3,600 家。海底捞门店扩张的空间还很大，可以充分实施向二三线城市下沉布局的战略，提高市占率获取规模效应，强化全国范围的品牌影响力。

图表53：海底捞开店天花板测算

城市级别	2018H1	城市或地区数量	商圈数	剩余发展空间
一线城市	78	4	210	132
二线城市*	153	34	848	695
三线城市	85	~70	982	2461
四五线城市		~219	438	
县及以下地区**		~1126	1126	
总计	316	1453	3604	3288

资料来源：Wind，赢商网，方正证券研究所

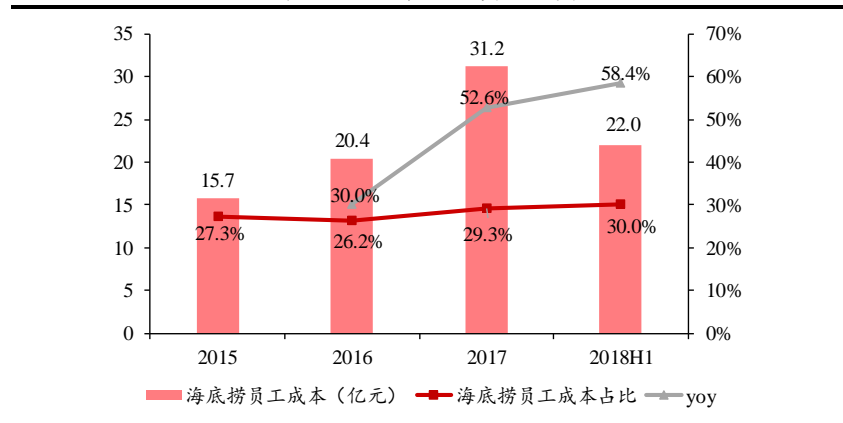
注：\*包含青岛、厦门、宁波、大连、珠海、苏州和无锡；\*\*县及以下地区不包含贫困县

## 5.2 员工成本的下降空间：随着门店下沉有一定下降，但空间不大

员工成本一直是海底捞的重要成本之一。优质服务是海底捞构筑品牌优势的保障，服务的落实需要依靠一线员工。海底捞秉承差异化战略，用独特的管理制度和人力资源体系培养员工的忠诚度，用领先行业的薪酬水平换取优质的服务。相较于同行，海底捞的人工成本一直较高，基本维持在 30%左右。2017 年海底捞总员工成本达 31.2 亿元，占总营收的 29.3%；2018H1 总员工成本达 22.0 亿元，占比提升到 30.0%，主要系大量开设门店，新员工培训成本增加。

随着海底捞门店向二三线城市下沉，员工成本将有一定的下降，但是空间不大。根据海底捞员工招募信息，不同城市的员工薪酬，在保底工资上存在差异。随着海底捞门店向二三线城市布局，较低的员工工资水平或许能在一定程度上降低员工成本。但是保底工资对海底捞的薪酬构成影响有限，更重要的是初级、中级、高级员工的占比和薪酬差异。海底捞高级员工享受更多劳模奖金和分红，其薪资水平远高于初级、中级员工。随着店面的成熟，海底捞将逐步提高高级服务人员的比重，且随着门店的持续扩张，近年来海底捞在新员工培训方面的开支也不会减少。因此，整体来看，海底捞员工成本的下降空间不大。

图 54：海底捞员工成本



资料来源：海底捞招股书，方正证券研究所

图 55：海底捞员工薪酬构成

城市级别	保底工资 (元/月)	职工福利	工龄工资	级别工资 (元/月)		计件工资
一线城市	4000	300-800 元/月	40 元/月， 逐年递加	初级	0	0.3-0.4 元/盘*600-700 盘/天
二线城市	3200-3500			中级	40	
三线城市	2700-3000			高级	60	

资料来源：公司官网，58 同城，方正证券研究所

### 5.3 其他竞争者对公司的冲击：海底捞在激烈竞争中保持领军地位

火锅一直是餐饮行业中竞争极为激烈的红海。火锅派系众多，可以细分为川系、云贵系、江浙系、粤系及北派火锅等，此外还有鱼火锅、串串火锅、老北京火锅等品类。随着海底捞的崛起，许多火锅店也开始用过度服务、过度装修等博人眼球。目前中国火锅前 20 强中，呷哺呷哺是海底捞的有力竞争者。呷哺呷哺原本客单价为 40-50 元，只覆盖中低端消费，近两年来推出凑凑，弥补中高端市场的空白，通过旗下双品牌的运作，覆盖全部的消费阶层，成为海底捞的重要竞争对手。此外，巴奴毛肚火锅通过不同于海底捞的“产品主义”，依靠毛肚和菌汤占据了一定的市场地位。

海底捞依靠优质服务打造差异化，凭借高效管理深挖护城河。虽然目前火锅行业竞争激烈，海底捞凭借超预期的服务走出了一条差异化道路，不断积累口碑，形成了品牌优势。同时，海底捞通过独特的内部管理制度，培养了员工的忠诚度，激励员工主动提升服务质量，保障门店的优质服务也具备可复制性。此外，上市融资解决资金问题，

关联公司全产业链布局，均助力海底捞门店的快速扩张。海底捞在保持现有的高效经营水平和优质服务口碑之下，做到了门店的高速扩张，不断提升市场份额，进一步站稳了火锅大佬的位置。

图表56： 2017 中国火锅前 10 强

排名	公司	是否上市
1	四川海底捞餐饮股份有限公司	港股
2	呷哺呷哺餐饮管理有限公司	港股
3	成都小龙坎餐饮管理有限公司	未
4	北京黄记煌餐饮管理有限责任公司	未
5	重庆德庄实业(集团)有限公司	未
6	内蒙古小尾羊餐饮连锁有限公司	新三板
7	重庆刘一手餐饮管理有限公司	未
8	四川香天下餐饮管理有限公司	未
9	重庆鲁西肥牛餐饮文化发展有限公司	未
10	巴奴毛肚火锅	未

资料来源：中国饭店协会，方正证券研究所

#### 5.4 新业态的延伸：推出全新副品牌的可能性

国内外大型餐饮企业常通过发展多类型副品牌，以覆盖更广泛的客群。在国内，海底捞的主要竞争者呷哺呷哺于 2016 年底推出新副牌“凑凑”，进入中高端火锅市场。国际餐饮巨头达登集团（Darden Restaurants）针对不同用餐场景，拥有较为完整的品牌体系，充分满足消费者的差异化需求，在各个细分市场都颇具竞争力，旗下的 Olive Garden、LongHorn 牛排餐厅等针对家庭聚餐需求，强调温馨亲切的用餐体验；The Capital Grille、Eddie V's 等突出卓越高端，更加符合团体庆祝活动的要求；Yard House 和 Bahama Breeze 则是开放热情、充满活力，适合朋友聚会。

未来海底捞有可能在火锅之外开发全新品牌，向其他业态拓展。烧烤、快餐等新业态极可能成为海底捞未来拓展的延伸方向。此外，海底捞目前积极拓展与火锅搭配的啤酒和乳酸菌等新产品，采用代工模式发展小吃甜品，丰富就餐品类。

图表57： 达登饭店集团品牌体系



资料来源：公司官网，方正证券研究所



## 6 盈利预测与投资评级

我们预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.32/0.50/0.69 元，对应 PE 分别为 51.1/33.3/24.2 倍（根据报告当日汇率计算）。我们看好火锅龙头海底捞的快速扩张能力，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表58： 盈利预测表

单位/百万 CNY	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	10,637	17,283	26,538	36,664
(+/-)(%)	36.24	62.48	53.55	38.16
净利润	1,028	1,719	2,632	3,632
(+/-)(%)	39.81	67.20	53.14	37.99
EPS(元)	0.19	0.32	0.50	0.69
P/E	85.38	51.06	33.34	24.16

资料来源：方正证券研究所

图表59： 分业务收入成本预测

单位/百万(CNY)	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,757	7,808	10,637	17,283	26,538	36,664
yoy		35.6%	36.2%	62.5%	53.5%	38.2%
餐厅经营	5,653	7,636	10,388	16,920	26,006	35,880
外卖业务	74	146	219	328	492	738
销售调味及食材产品	30	26	30	35	40	46
成本总额	5,104	6,528	9,121	14,760	22,663	31,311
原材料及易耗品	2,467	3,179	4,313	6,913	10,615	14,666
员工成本	1,572	2,044	3,120	5,098	7,829	10,816
物业租金及相关开支	269	298	415	657	1,008	1,393
水电开支	221	263	349	570	876	1,210
折旧摊销(店面装修翻新)	239	286	360	605	929	1,283
差旅及有关开支	67	84	120	190	292	403
其他经营开支	268	372	445	726	1,115	1,540

资料来源：Wind，方正证券研究所

图表60： 可比公司估值表

上市交易所	股票代码	股票简称	市值(百万)	股价	EPS				PE			
					12/13	17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E
联交所	6862.HK	海底捞	87,773	16.56	0.19	0.32	0.50	0.69	85.4	51.1	33.3	24.2
	0520.HK	呷哺呷哺	10,642	9.89	0.39	0.47	0.58	0.73	33.6	21.2	17.0	13.5
	1579.HK	颐海国际	19,530	18.65	0.27	0.45	0.59	0.77	25.2	41.3	31.4	24.3
	0538.HK	味千(中国)	2,209	2.02	-0.45	0.21	0.22	0.25	-7.0	9.6	9.0	8.2
	1181.HK	唐宫中国	1,100	1.03	0.12	0.11	0.12	0.13	10.1	9.4	8.6	7.9
深交所	002186.SZ	全聚德	3,717	12.05	0.44	0.46	0.51	0.58	39.9	26.2	23.5	20.9

资料来源：Wind，Bloomberg，方正证券研究所

注：海底捞的估值来自方正证券研究多，唐宫中国的估值来自Bloomberg，其余来自于Wind一致预测，均采用人民币计价

## 7 风险提示

### 食品安全的风险

对于餐饮企业而言，食品安全是重中之重。一旦出现食品安全问题，消费者会对品牌产生负面认知、公司会受到监管机构的处罚、相关门店将停业整顿等等，对于公司已经积累的口碑和竞争优势是沉重的打击，直接影响到公司未来的发展和业绩增长。

### 门店扩张不达预期的风险

在公司快速拓展门店的过程中，需要处理各类问题，包括物色适宜的门店选址、与出租方签订合理的租赁条款、获得政府的许可和审批、筹措开业的资本、招募培训合适的员工、与新市场中的现存者开展竞争等，存在无法按时开设新门店导致门店扩张不达预期的风险。

### 原材料价格上涨的风险

原材料是餐饮企业的重要成本之一，且火锅的品质和味道在很大程度上受到食材的新鲜度及质量的影响。以优惠的价格采购到新鲜优质的食材，是一家餐厅取胜的关键因素。原材料价格的上涨会挤压餐饮企业的毛利率，影响公司的盈利能力。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	1461.70	7742.10	8849.26	11431.47	<b>营业总收入</b>	10637.17	17282.97	26537.89	36664.10
现金	329.69	2675.80	3300.95	4734.47	营业成本	4313.23	6913.19	10615.16	14665.64
应收账款	941.83	1657.27	2544.73	3515.74	销售费用	4242.98	6930.47	10641.69	14702.30
存货	95.12	132.58	203.58	281.26	管理费用	119.60	190.11	291.92	403.31
其他	95.06	3276.45	2800.00	2900.00	财务费用	8.61	7.11	6.08	4.02
<b>非流动资产</b>	2274.13	4521.92	6876.91	8761.07	<b>营业利润</b>	1625.04	2719.04	4163.84	5745.58
固定资产	2085.43	263.78	246.54	225.83	<b>利润总额</b>	1625.04	2719.04	4163.84	5745.58
无形资产	15.10	515.10	1015.10	1315.10	所得税	430.71	720.67	1103.61	1522.84
租金押金	120.85	306.88	508.87	680.03	<b>净利润</b>	1194.34	1998.37	3060.23	4222.74
其他	52.75	80.01	80.01	80.01	少数股东损益	166.50	279.77	428.43	591.18
<b>资产总计</b>	3735.83	12264.01	15726.17	20192.54	<b>归属母公司净利润</b>	1027.85	1718.60	2631.80	3631.56
<b>流动负债</b>	2618.14	2937.01	4147.07	5547.44	EBITDA	1993.50	3331.05	5098.74	7032.84
短期借款	347.76	347.76	297.76	247.76	EPS (元)	0.19	0.32	0.50	0.69
应付账款	2190.63	2145.53	3222.95	4473.37	<b>主要财务比率</b>				
其他	79.75	443.72	626.36	826.31	<b>成长能力</b>				
<b>非流动负债</b>	26.71	33.46	31.46	29.46	营业收入	0.36	0.62	0.54	0.38
长期借款	9.46	9.46	7.46	5.46	营业利润	0.21	0.67	0.53	0.38
其他	17.25	24.00	24.00	24.00	归属母公司净利润	0.40	0.67	0.53	0.38
<b>负债合计</b>	2644.85	2970.47	4178.53	5576.90	<b>获利能力</b>				
少数股东权益	1.90	279.77	428.43	591.18	毛利率	0.59	0.60	0.60	0.60
股本	0.11	0.12	0.12	0.12	净利率	0.10	0.10	0.10	0.10
留存收益和资本公积	1088.98	9013.65	11119.09	14024.34	ROE	1.10	0.38	0.29	0.32
归属母公司股东权益	1089.09	9013.77	11119.21	14024.45	ROIC	1.00	0.49	0.39	0.45
<b>负债和股东权益</b>	3735.83	12264.01	15726.17	20192.54	<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	0.71	0.24	0.27	0.28
					净负债比率	2.42	0.32	0.36	0.38
					流动比率	0.56	2.64	2.13	2.06
					速动比率	0.52	2.59	2.08	2.01
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	3.28	2.16	1.90	2.04
					应收账款周转率	9.34	12.58	13.30	12.63
					应付账款周转率	30.16	27.98	27.89	27.16
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.31	0.32	0.50	0.69
					每股经营现金	0.42	0.26	0.55	0.77
					每股净资产	0.33	1.75	2.18	2.76
					<b>估值比率</b>				
					P/E	85.38	51.06	33.34	24.16
					P/B	50.59	9.44	7.60	6.00
					EV/EBITDA	28.87	26.45	17.39	12.60

现金流量表				
	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	1399.72	1383.46	2910.07	4054.83
净利润	1027.85	1998.37	3060.23	4222.74
折旧摊销	359.84	604.90	928.83	1283.24
少数股东权益	166.50	279.77	428.43	591.18
营运资金变动及其他	(154.47)	(1499.58)	(1507.42)	(2042.34)
<b>投资活动现金流</b>	(1564.86)	(5215.89)	(1676.55)	(1813.00)
资本支出	(1234.70)	(2034.50)	(2153.00)	(1713.00)
其他投资	(330.15)	(3181.39)	476.45	(100.00)
<b>筹资活动现金流</b>	104.94	6206.19	(578.36)	(778.31)
借款增加	474.14	0.00	(52.00)	(52.00)
普通股增加	0.00	6549.91	0.00	0.00
已付股利	0.00	(343.72)	(526.36)	(726.31)
其他	(369.19)	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	(60.20)	2373.77	655.16	1463.52

数据来源：wind 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com