

小火锅大能量，业态多元化丰富 休闲定位

深耕休闲火锅，快速拓展门店

公司 1998 年在北京创立，定位于“一人一锅”式的休闲小火锅，具有低成本、快捷方便、节约时间、个人化等特点，受到一批受众的喜爱。凭借资产较轻，主要布局沿街门面租金较低等优势，实现快速门店扩张，截至 2018 年 H1，公司已在全国 14 个省份开出超 800 家门店。相较国内多数知名中高端火锅门店数量，具有明显的优势，且凭借其定位大众火锅，人均消费不高的优势，有望快速实现渠道下沉，抢占三四线消费崛起的市场。

公司管理运营优势突出，高端休闲定位逐渐凸显

公司在管理运营上拥有较强的优势，公司的管理团队有吸收国际大型餐饮企业的员工，具有较强的管理经验。公司采取“三级配送体系”、高品质食材管理模式以及“辐轴式扩张”战略，取得良好效果。公司自上市以来，营收和归母净利润总体均保持高速增长，营收自 2015 年以来加速提升，公司的成本和管理费用等维持在较稳定的水平，毛利率较高。目前公司在原有大众定位的基础上，推出新品牌“湊湊”，进军高端市场，在人均消费上相较传统中高端火锅较高，形成公司“高+低”的市场定位，拓宽受众范围，调整档次结构，且其推出的“火锅+茶憩”模式，是公司由原先偏快餐的属性逐渐向时尚和高端休闲定位发展的表现。“湊湊”门店数量高速增长，由 2016 年的 2 家，快速拓展到 2018 年上半年的 28 家。据调查，中式餐饮细分中，火锅目前以超 13% 的市占率居首，未来或将深度受益传统火锅市场客单价的提升。

进军调味料市场，切入外卖拓宽业态

公司通过“呷哺小鲜”、“呷煮呷烫”等品牌切入外卖市场，外卖作为未来几年仍将快速发展的市场，渗透率将进一步提升，也成为当前餐饮类企业必争之地，公司通过进入外卖领域，进一步拓展自身消费场景，凸显其方便快捷的特征；同时 2016 年，公司开始进军调味料市场，推出火锅底料、蘸料、复合调料等产品，由于食品具有可复制、标准化的特征，且火锅调味料市场规模预计 2020 年将达 310 亿元，增长迅猛，具备较强的扩张性，公司有望通过调味料产品进一步开拓市场。

投资建议：公司门店扩张迅速，未来渠道下沉及高端商业区预计均会布局，逐步进军高端火锅市场，多元品牌布局，且通过进入外卖和调味料市场拓宽自身消费场景，提升复制扩张的能力。

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.47、0.57、0.63 元，目前股价对应 PE 分别为 21X、18X、16X，维持“增持”评级。

风险提示：食品安全及卫生风险；门店扩张不及预期；快速扩张带来成本费用压力；新品牌运营不及预期。

呷哺呷哺 (00520.HK)

维持
增持
贺燕青

heyanning@csc.com.cn

010-85159268

执业证书编号：S1440518070003

港股牌照：BNL377

李铁生

litieshengzgs@csc.com.cn

18511588701

执业证书编号：S1440519010001

陈语匆

chenyucong@csc.com.cn

18688866096

执业证书编号：S1440518100010

发布日期：2019 年 01 月 14 日

当前股价：11.6 港元

目标价格 6 个月：14 港元

主要数据

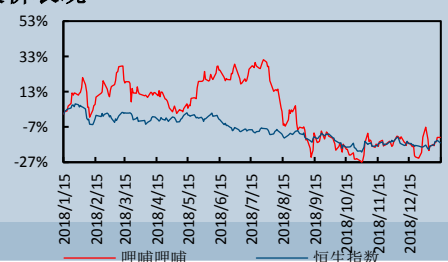
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	1.57/2.64	-2.32/0.77	-23.01/-2.61
12 月最高/最低价 (港元)			18.14/9.53
总股本 (万股)			107,639.33
流通 H 股 (万股)			107,639.33
总市值 (亿港元)			124.86
流通市值 (亿港元)			124.86
近 3 月日均成交量 (万)			176.72

主要股东

Ying Qi PTC Limited	42.22%
---------------------	--------

股价表现



呷哺呷哺

恒生指数

目录

一、休闲小火锅龙头，快速扩张经营稳定	1
（一）源自台湾，深耕大陆	1
（二）控制权集中，管理层稳定	1
（三）多因素叠加，业绩稳步增长	2
二、火锅市场火热，休闲定位驰骋大众市场	5
（一）大众餐饮政策叠加消费升级，餐饮市场整体回暖	5
（二）餐饮市场高度分散，火锅赛道绝佳	6
（三）休闲火锅定位大众市场，增长空间巨大	8
三、优质管理+业务多元发展，拓宽赛道、提升优势	9
（一）休闲小火锅赛道开拓者	9
（二）三级配送体系+高品质食材管理强化供应链管控	10
（三）轴辐式扩张策略凸显规模经济	10
（四）客单价稳步提升，盈利稳健增长	13
（五）调味料促业务多元发展，“凑凑”切入高端火锅市场	14
四、呷哺呷哺 2.0+凑凑，品牌多元定位升级	16
五、总结	20
六、盈利预测及风险提示	21

图表目录

图表 1： 呷哺呷哺深耕休闲火锅 20 年	1
图表 2： 呷哺呷哺前四大股东持股比例合计 66.44%	2
图表 3： 呷哺呷哺营收增速上升（单位：亿元）	3
图表 4： 呷哺呷哺餐厅经营业务主导营收（单位：亿元）	3
图表 5： 呷哺呷哺成本费用保持稳定	3
图表 6： 呷哺呷哺毛利率及净利率保持稳定水平	3
图表 7： 呷哺呷哺归母净利润稳定增长（亿元）	4
图表 8： 呷哺呷哺 EPS 保持正增速（单位：元）	4
图表 9： 呷哺呷哺 ROE 和 ROA 维持稳定	4
图表 10： 高端餐饮市场 2012 年后增速放缓（单位：亿元）	5
图表 11： 《指导意见》提出构建大众餐饮服务体系	6
图表 12： 餐饮行业保持较高正增速（单位：亿元）	6
图表 13： 2017 年我国餐饮市场结构	7
图表 14： 火锅行业市场份额第一	7
图表 15： 火锅营收增速高于其他中式餐饮（单位：百亿元）	7
图表 16： 火锅行业市场份额逐年提高	7
图表 17： 火锅市场 CR5 仅为 5.5%	8
图表 18： 火锅餐厅数量迅速增加	8
图表 19： 火锅大众市场份额最高（单位：十亿元）	8

图表 20: 呷哺呷哺高品质秘制酱料过程	10
图表 21: 呷哺呷哺羊肉 11 道工序	10
图表 22: 呷哺呷哺 2017 年餐厅分地区结构	11
图表 23: 呷哺呷哺餐厅数量快速扩张	11
图表 24: 呷哺呷哺 2018H1 餐厅分地区结构	11
图表 25: 呷哺餐厅分地区营收结构 (单位: 亿元)	12
图表 26: 河北地区营收占比较高	12
图表 27: 呷哺餐厅北京地区营收占比下降	12
图表 28: 呷哺餐厅层面分地区利润结构 (单位: 亿元)	13
图表 29: 呷哺餐厅层面利润率整体提升	13
图表 30: 呷哺餐厅同店营收增速强劲 (单位: 亿元)	13
图表 31: 上海河北呷哺餐厅同店营收增速居前	13
图表 32: 呷哺餐厅客单价稳定上涨 (单位: 元)	14
图表 33: 因定位调整, 呷哺餐厅翻座率整体略有下降	14
图表 34: 中国复合调味品市场规模 (十亿元)	14
图表 35: 全国火锅调料收入 (单位: 百万元)	14
图表 36: 呷哺餐厅营收占比最高 (单位: 亿元)	15
图表 37: 呷哺餐厅营收占比呈下降趋势	15
图表 38: 呷哺呷哺 2.0 店面内饰美观	16
图表 39: 湊湊门店数量快速增长	17
图表 40: 湊湊营业收入和餐厅店面经营利润 (百万元)	17
图表 41: 湊湊餐厅内部布局典雅	17
图表 42: 呷煮呷烫独立冒菜品牌	18
图表 43: 茶饮独立品牌“茶米茶”进入市场	18
表 1: 呷哺呷哺管理层履历经验丰富	2
表 2: 2017 中国火锅餐饮集团 10 强	9
表 3: 传统火锅和休闲小火锅区别	9
表 4: 呷哺呷哺京东旗舰自营店主要商品	15
表 5: 中国火锅餐厅市场的驱动因素及趋势	19
表 6: 公司门店扩张预测	21
表 7: 盈利预测	21

一、休闲小火锅龙头，快速扩张经营稳定

呷哺呷哺是中国十大火锅品牌及中国百强企业之一，其新颖的吧台式就餐形式和传统火锅的结合，开创了时尚吧台小火锅新业态。公司始终秉持“卫生清洁第一、营养快捷为要、大众消费是本、亲切关怀得宜”的经营理念，品牌迅速扩张。经过 20 年的发展，截至 2018H1，公司在中国 14 个省份 89 个城市经营 808 间餐厅，成为中国最大的吧台式火锅直营连锁公司。

（一）源自台湾，深耕大陆

呷哺呷哺源自台湾，1998 年在北京创立；2001 年，公司餐厅向天津市扩张；2008 年，公司获得英联投资 1.44 亿元人民币资金支持，从此加快扩张步伐；2014 年，公司成功在香港主板上市，被称为“连锁火锅第一股”；2016 年，公司开创了中高端品牌“凑凑”，由此开始探索中高端火锅市场；2017 年，公司进行品牌升级，推出家用调味产品线，并进入电商市场。

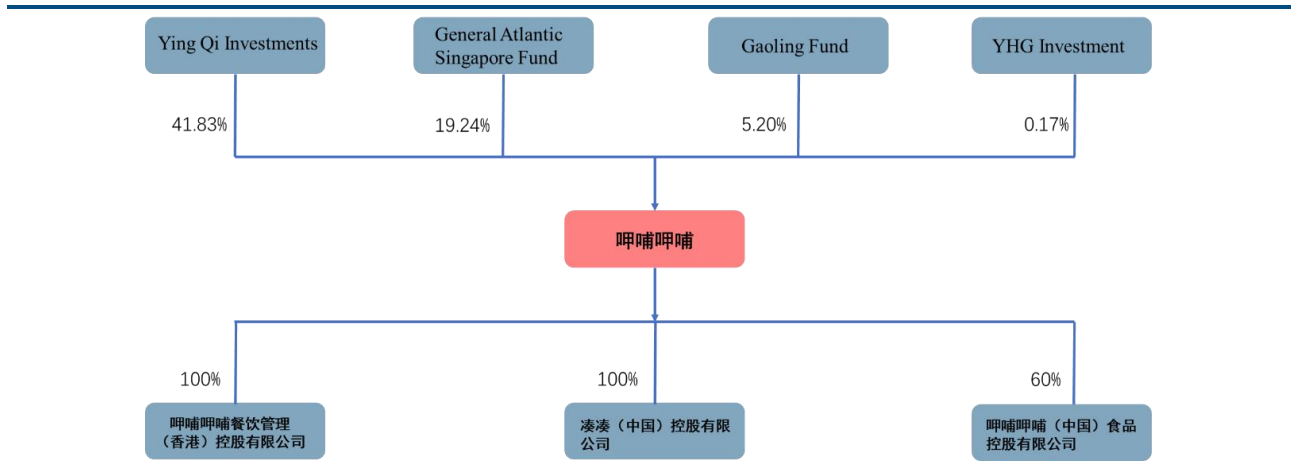
图表1：呷哺呷哺深耕休闲火锅 20 年



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

（二）控制权集中，管理层稳定

公司控制权比较集中。截至 2018H1，第一大股东 YingQiInvestments 持股比例达 41.83%，前四大股东持股比例合计 66.44%，且只有三大股东持股比例超过 5%。公司的创立者兼实际控制人贺光启先生通过 YingQiInvestments 间接持有公司 41.83% 的股份，公司股权相对稳定且集中，有利于公司长期发展。

图表2：呷哺呷哺前四大股东持股比例合计 66.44%


资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

管理层长期较稳定。公司董事会的两名执行董事贺光启先生和杨淑玲女士自公司创始以来就担任重要职位，一直陪伴公司成长，对公司业务和战略十分了解。高管层很少变动，赵怡女士长期担任首席财务官，对公司财务管理到位。

表 1：呷哺呷哺管理层履历经验丰富

姓名	职务	履历
贺光启	董事会主席、执行董事	从事餐饮行业经验 10 多年，1998 年创办呷哺呷哺，主要负责制定集团的整体发展战略及业务规划。
杨淑玲	执行董事、行政总裁	1998 年加入呷哺快餐，出任会计，历任本集团财务部经理、副总经理、常务副总裁及总裁等职务，在餐饮行业拥有 10 多年的运营管理经验。
陈素英	非执行董事	贺光启先生妻子，为集团的业务发展提供战略意见及指导。
张弛	非执行董事	General Atlantic 董事总经理，主管 General Atlantic 中国业务，曾任凯雷集团全球合伙人兼董事总经理
赵怡	首席财务官	负责集团审核、会计、财务管理及 IT 相关事务，在跨国企业积累将近 10 多年的会计、企业财务以及业务管理经验。
伍秀薇	秘书	拥有 10 多年公司秘书工作经验，曾于多家大型及著名香港主板上市公司工作。

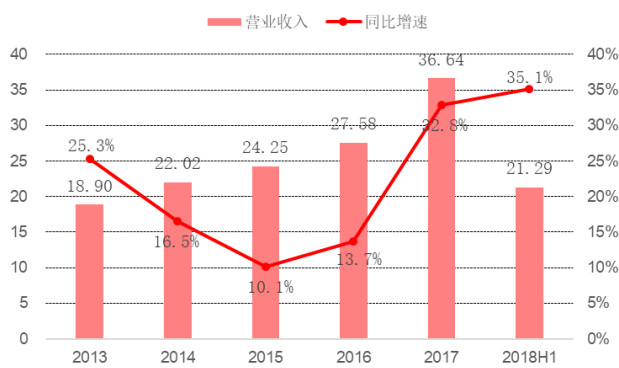
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

（三）多因素叠加，业绩稳步增长

多重因素叠加，推动业绩稳步上行。公司过去 5 年的营收均保持 10% 以上的增速，2016 年以来主要得益于呷哺呷哺餐厅门店的扩张，叠加新增湊湊餐厅品牌的餐厅升级、产品组合调整、菜单价格上调、营销推广、外卖业务和火锅调料营收增加等多重因素，公司营收增速大幅提高，2017 年/2018H1 增速分别达到 32.8%/35.1%。

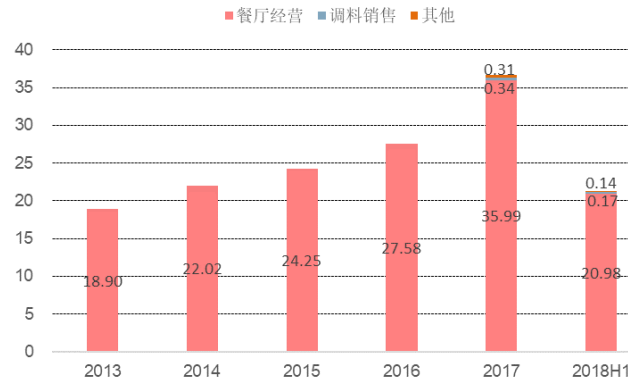
餐厅经营为公司主要营收来源。公司近年来开展调料销售等业务带来营收增量，但是餐厅经营仍主导公司的营收，2018H1 餐厅经营营收占比为 98.5%。

图表3： 呷哺呷哺营收增速上升（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

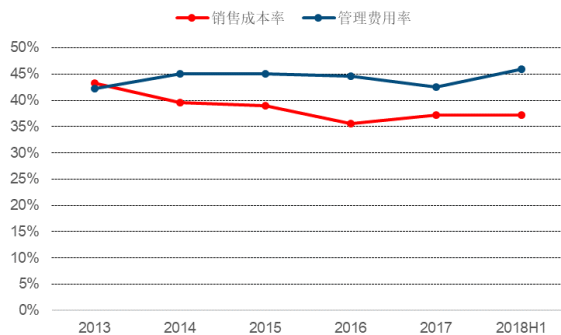
图表4： 呷哺呷哺餐厅经营业务主导营收（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

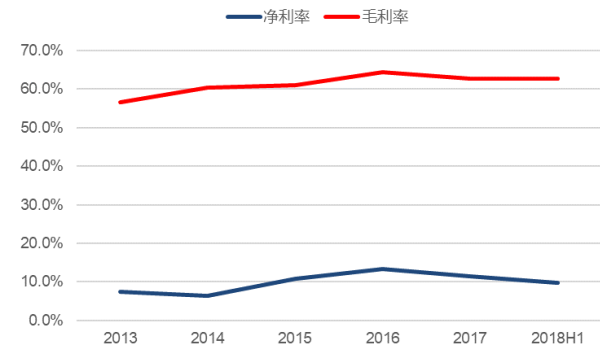
成本及费用控制稳定，盈利能力较强。餐饮业本身净利率不高，成本费用的失控会严重影响盈利能力。得益于良好的成本费用控制能力，公司毛利率 2013 年以来维持在 50% 以上，2018H1 达到 62.8%，净利率 2018H1 为 9.8%。

图表5： 呷哺呷哺成本费用保持稳定



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

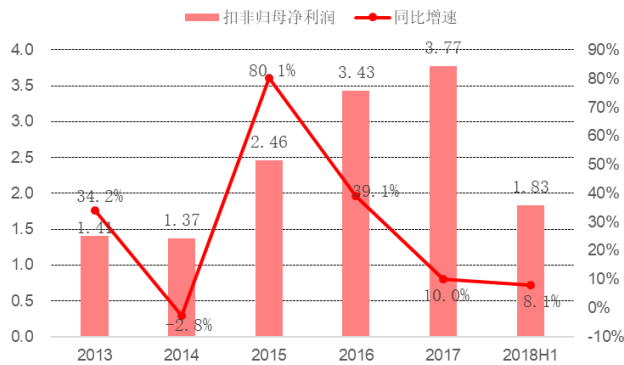
图表6： 呷哺呷哺毛利率及净利率保持稳定水平



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

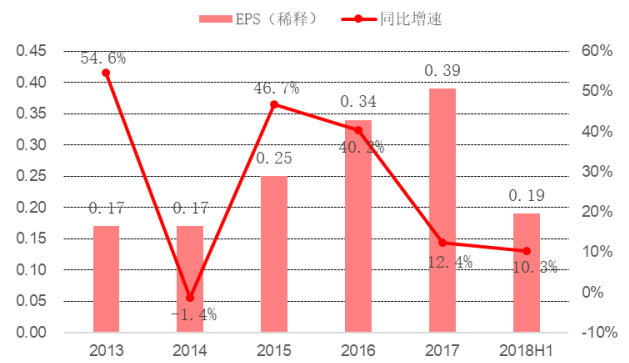
归母净利润稳定增长。主要得益于门店扩张，近年来公司归母净利润稳定增长，2018H1 扣非归母净利润为 1.83 亿元，同比增长 8.1%；每股收益从 2015 年以来保持正增速，2018H1 每股收益为 0.19 元，同比增长 10.3%。

图表7：呷哺呷哺归母净利润稳定增长（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

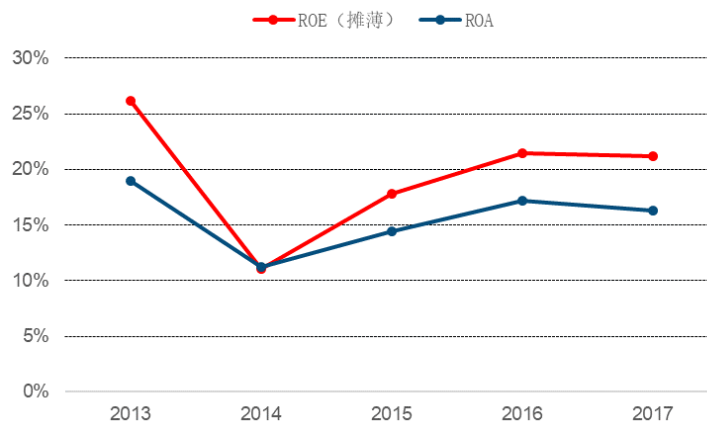
图表8：呷哺呷哺 EPS 保持正增速（单位：元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

规模扩张同时保证盈利能力。虽然公司近年来门店快速扩张，新业务不断拓展，但盈利能力依然能较好保证。2017年摊薄 ROE/ROA 分别为 21.2%/16.3%，维持稳定。

图表9：呷哺呷哺 ROE 和 ROA 维持稳定



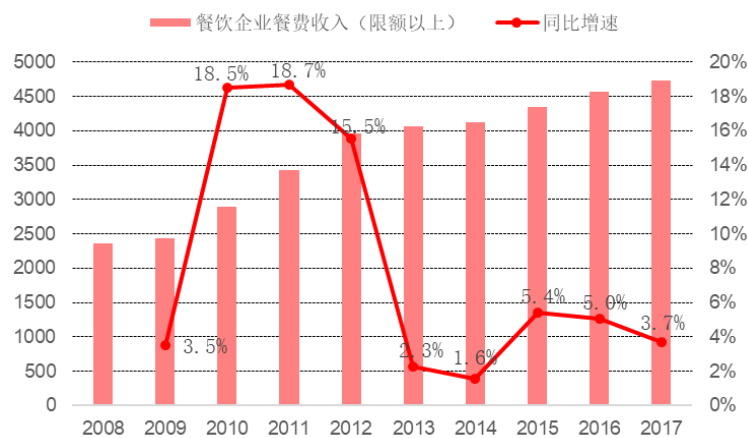
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

二、火锅市场火热，休闲定位驰骋大众市场

（一）大众餐饮政策叠加消费升级，餐饮市场整体回暖

“八项规定”打击高端餐饮市场。2012年末，“八项规定”出台，对于餐饮等活动中的铺张浪费现象以及公务就餐的标准提出了严格规定。受此政策影响，2013年开始，我国传统高端餐饮出现明显萎缩。国家统计局数据显示，2013年限额以上（限额标准：主营业务收入200万元）餐饮企业餐费收入同比增速为2.3%，与2012年增速相比下滑13.2个百分点，2014年增速继续下调。尽管2015年以来增速有所上升，但仍处于低迷状态。

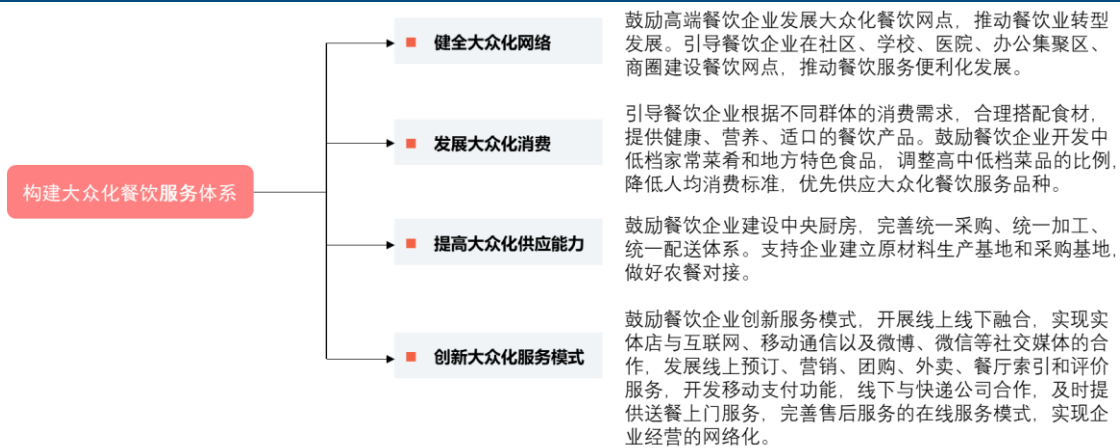
图表10： 高端餐饮市场 2012年后增速放缓（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究发展部

《指导意见》支持大众餐饮市场。2014年，商务部发布《关于加快发展大众化餐饮的指导意见》，提出推动高端餐饮加快转型的目标，力争用5年左右的时间，将大众化餐饮占全国餐饮市场的比重提高到85%以上。鼓励高端餐饮企业发展大众化餐饮网点，推动餐饮业转型发展。

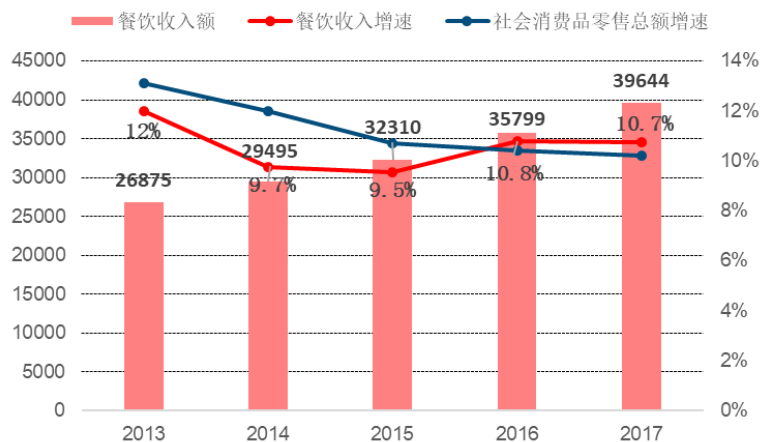
图表11: 《指导意见》提出构建大众餐饮服务体系



资料来源: 商务部, 中信建投证券研究发展部

大众餐饮市场带动餐饮行业整体回暖。“八项规定”对高端餐饮市场进行了一次洗礼，但随着国家鼓励大众餐饮市场发展的相关政策出台与实施，以及消费升级等多重因素叠加，近两年我国餐饮行业增速回暖。2016年以来我国餐饮收入增速稳定在10%以上，高于同期社会消费品零售总额增速，大于同期限额以上餐饮企业餐费收入增速的2倍。

图表12: 餐饮行业保持较高正增速(单位: 亿元)

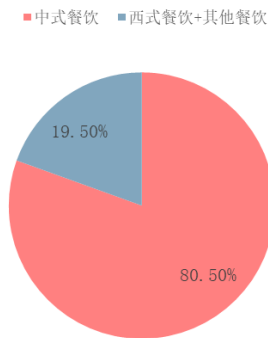


资料来源: 国家统计局, 中信建投证券研究发展部

(二) 餐饮市场高度分散, 火锅赛道绝佳

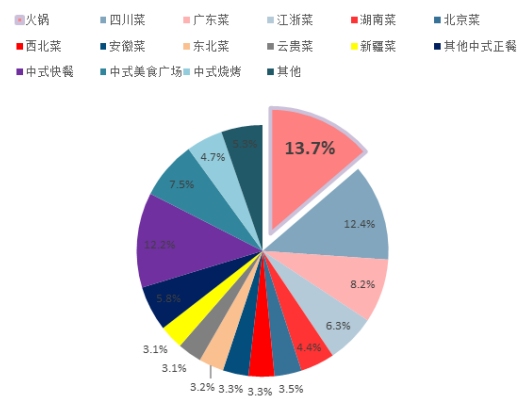
餐饮市场集中度低, 火锅市场份额居第一。中国餐饮服务市场可以划分为中式餐饮、西式餐饮和其他餐饮, 其中中式餐饮占比最大, 2017年市场份额为80.5%, 中式餐饮市场可以进一步划分为中式正餐、中式快餐及其他。以收入为标准, 火锅目前在中式餐饮市场的份额居第一, 2017年在中式餐饮市场市占率13.7%, 由此测算2017年火锅在整个中国餐饮服务市场的市场份额约为11.03%。

图表13： 2017年我国餐饮市场结构



资料来源：弗若斯特沙利文，中信建投证券研究发展部

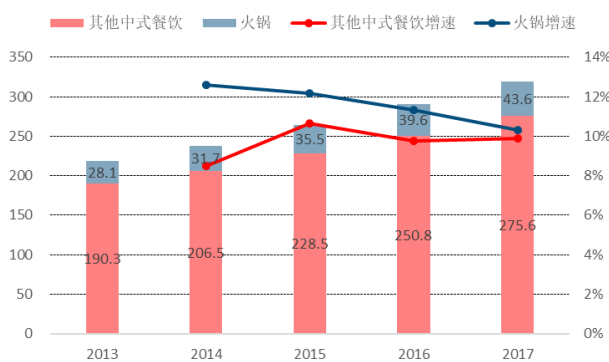
图表14： 火锅行业市场份额第一



资料来源：弗若斯特沙利文，中信建投证券研究发展部

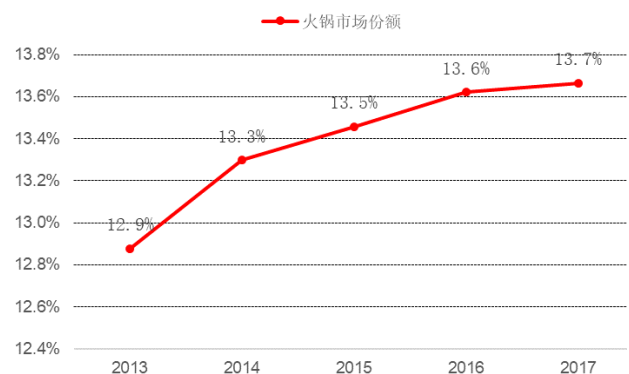
标准化扩张带动市场份额提升。火锅具备自助特性，对厨师要求不高，相对于传统餐饮可复制性更强，易于规模扩张。2013年到2017年火锅市场规模由2810亿增长至4360亿，CAGR达到11.6%，增速大于其他中式餐饮，规模扩张的同时火锅市场份额由12.9%增加至13.7%。

图表15： 火锅营收增速高于其他中式餐饮（单位：百亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，中信建投证券研究发展部

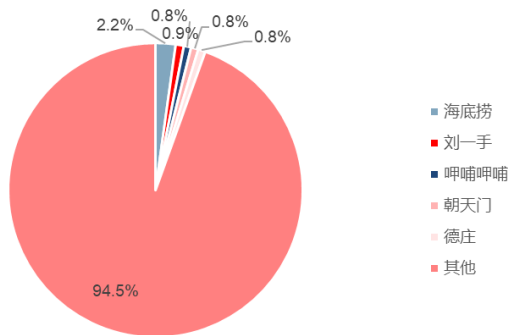
图表16： 火锅行业市场份额逐年提高



资料来源：弗若斯特沙利文，中信建投证券研究发展部

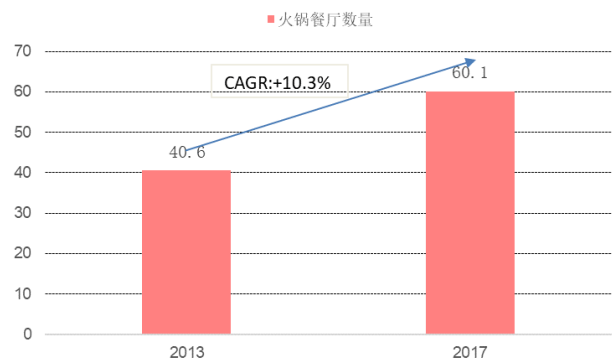
火锅市场高度分散且竞争愈发激烈，整合空间巨大。火锅由于具备易于复制的特性，叠加口味类别广泛等因素，形成了高度分散的竞争局面。2017年，中国火锅市场的CR5仅为5.5%；2013年到2017年火锅餐厅数量从40.6万家增长至60.1万家，CAGR达到10.3%，未来会进一步增长。

图表17：火锅市场 CR5 仅为 5.5%



资料来源：中国饭店业协会，中信建投证券研究发展部

图表18：火锅餐厅数量迅速增加

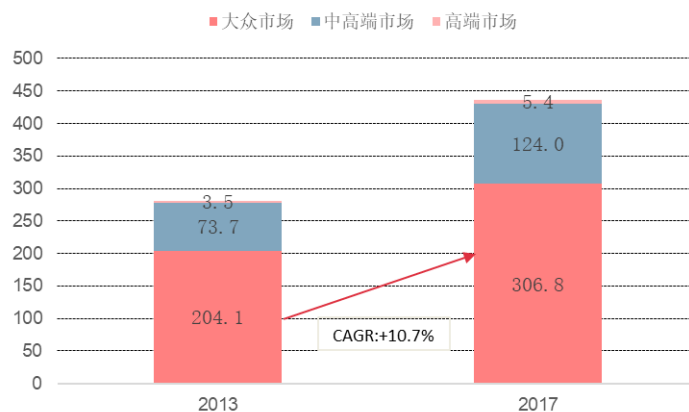


资料来源：弗若斯特沙利文，中信建投证券研究发展部

（三）休闲火锅定位大众市场，增长空间巨大

定位大众市场，享受板块红利。按照消费水平划分的火锅市场结构中，大众市场（客单价<60 元）占比最大，2017 年大众市场收入 3068 亿元，占比 70.3%，2013 年到 2017 年 CAGR 达到 10.7%。休闲火锅定位于大众市场，充分享受板块红利。

图表19：火锅大众市场份额最高（单位：十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，中信建投证券研究发展部

休闲火锅增长空间巨大。与传统火锅相比，休闲火锅具有服务及设施简单、人均消费较低、店铺面积较小和资本要求小等特点，其便捷性深受工薪阶层青睐，增长空间和潜力巨大。

三、优质管理+业务多元发展，拓宽赛道、提升优势

（一）休闲小火锅赛道开拓者

呷哺呷哺是我国休闲小火锅龙头企业。相比传统火锅，尺寸一般较小，顾客围绕吧台就座，一名员工可以服务多名消费者，用工效率提高，也符合当下快餐文化。且资本要求相对较低，休闲火锅店的资本开支一般低于 150 万元。呷哺呷哺占据中国休闲火锅市场的主导地位。

表 2：2017 中国火锅餐饮集团 10 强

排名	集团	类别
1	四川海底捞餐饮股份有限公司	传统火锅
2	北京黄记煌餐饮管理有限责任公司	传统火锅
3	内蒙古小尾羊餐饮连锁有限公司	传统火锅
4	呷哺呷哺餐饮管理有限公司	休闲小火锅
5	重庆德庄实业（集团）有限公司	休闲小火锅
6	四川香天下餐饮管理有限公司	传统火锅
7	重庆刘一手餐饮管理有限公司	传统火锅
8	重庆五斗米餐饮文化有限公司	传统火锅
9	北京新辣道餐饮管理有限公司	传统火锅
10	重庆鲁西肥牛餐饮文化发展有限公司	休闲小火锅

资料来源：2017 中国餐饮业年度报告，中信建投证券研究发展部

表 3：传统火锅和休闲小火锅区别

	传统火锅	休闲小火锅
服务及设施	传统火锅通常放置于餐桌中央且尺寸较大。多名顾客同时共用一锅，或每名顾客专用一锅。一般有全套的餐桌服务。	火锅尺寸一般较小。顾客一人一锅。为确保快速服务，顾客通常围绕吧台就座。与传统火锅相比，餐桌火锅服务简单。
SKU 数目	由于石材选择丰富，SKU 数量较多。	菜式精简，SKU 相对较少。
目标顾客	大多数顾客是亲朋好友成群而来。	大多数顾客为三两知己结伴而来或单客。
人均消费	人均消费中等偏高。一般而言，账单平均价格介于 65 元至 100 元。	休闲小火锅的账单平均金额较传统火锅低。账单平均金额一般介于 35 元至 65 元。
店铺位置	传统火锅店一般店铺较大。店铺面积通常介于 500 平方米至逾千平方米。	休闲小火锅店主要位于人流量密集的地点。通常位于购物商场及交通枢纽。较传统火锅店的座位摆放较密，店铺面积一般介于 100 至 300 平方米。
资本要求	与快速休闲火锅店相比，传统火锅一般都有较高的装修标准，需要较昂贵的设备。因此，传统火锅店资本要求较高。	休闲小火锅店资本要求相对较低。快速休闲火锅店的资本开支一般低于 1.5 百万元。

竞争格局 市场高度分散，主要经营者包括小肥羊、小尾羊和海底捞。呷哺呷哺目前占据快速休闲火锅市场的主导地位。

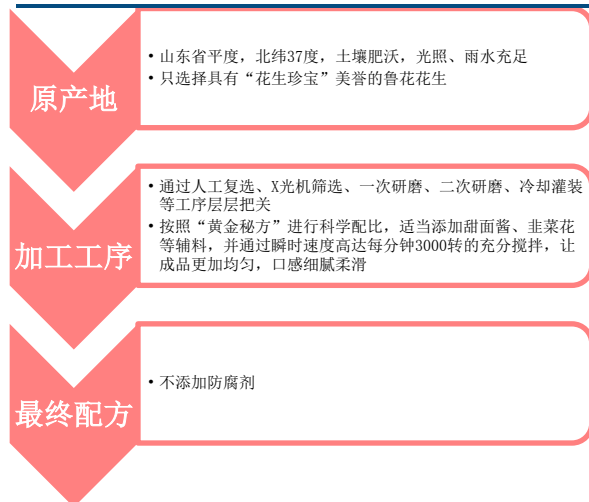
资料来源：呷哺呷哺招股书，中信建投证券研究发展部

（二）三级配送体系+高品质食材管理强化供应链管控

三级网络架构配送体系打造规范化模式。为了力求公司的运营规范化和标准化，呷哺呷哺起初只做直营店。2015年开始，随着扩张需要，公司开启加盟模式，其加盟的理念是“用管理直营店的模式和标准督导和支持加盟店”。在整个餐饮链条上力求高度标准化和规范化，以同样的标准来保证品牌品质。呷哺呷哺设置了全国总仓——区域分仓——运转中心三级网络架构。全国总仓以及华北区域分仓设置在北京，华东区域分仓设置在上海，天津、沈阳、石家庄设置了运转中心。根据当地市场门店数量、布局、食材消耗量以及配送成本综合考量建立配送网络。根据配送半径以及对成本的衡量，总仓可以将货品配送到区域分仓，也可以直接配送到运转中心。运转中心负责收集门店的订单，并且将订单进行分解以及根据自己的库存满足门店需求。随着门店数量增多，运转中心辐射能力加大，分摊到每家门店的费用减低。

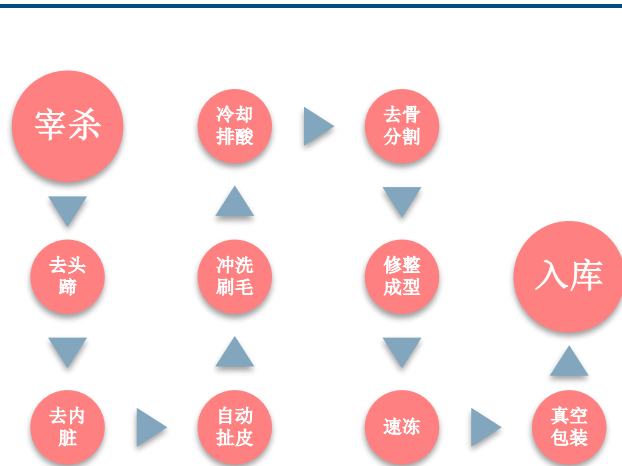
“秘制酱料+11道羊肉工序”造就高品质食材优势。公司选用食材质量上乘，独特的酱料从原产地到加工工序再到最终配方都十分考究，其原料花生产于享誉“青岛后花园”美名的平度，土壤肥沃、光照充足，产地选送的花生到达加工厂后要经过多道工序，为保证秘制调料口感与健康品质，坚持不添加防腐剂。公司羊源主要来自其战略合作伙伴锡林郭勒盟威远畜产品有限责任公司，位于有“天堂草原”美誉的锡林郭勒盟天然牧场。在生产车间，11道生产工序以及严格的监管标准确保羊肉的高品质。公司食材从生产、运输到消费整套环节，都由公司IT系统监控并记录数据，且定期分析结果、及时调整，以实现效益最大化。

图表20：呷哺呷哺高品质秘制酱料过程



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表21：呷哺呷哺羊肉11道工序



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

（三）轴辐式扩张策略凸显规模经济

以年均新增 100 家的速度滚轴式向外扩张。公司最早进入北京、上海、天津市场，并在城市内开多家门店进行深耕，之后进入东北、河北等其他省市。这种战略扩张模式有利于在省内快速积累人气和声誉，新开门店

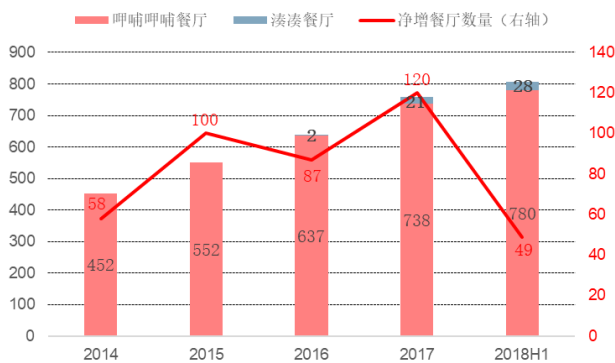
借助公司的中央厨房和统一配送系统产生规模效应。公司以年均新增 100 家的速度滚轴式向外扩张，从一线城市到三四线城市拓展，门店数量从 2014 年到 2017 年由 452 家增至 738 家，CAGR 达到 13.04%。截至 2018H1，公司在中国 14 个省份 89 个城市经营 808 家餐厅，包括 780 家呷哺餐厅和 28 家湊湊餐厅，品牌扩张不断加强。

图表22： 呷哺呷哺 2017 年餐厅分地区结构



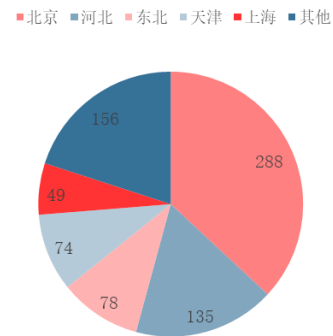
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表23： 呷哺呷哺餐厅数量快速扩张



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

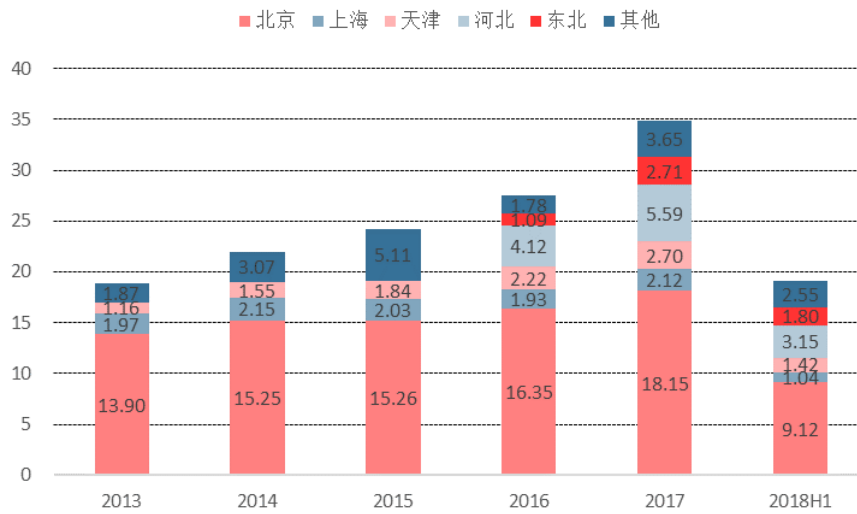
图表24： 呷哺呷哺 2018H1 餐厅分地区结构



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

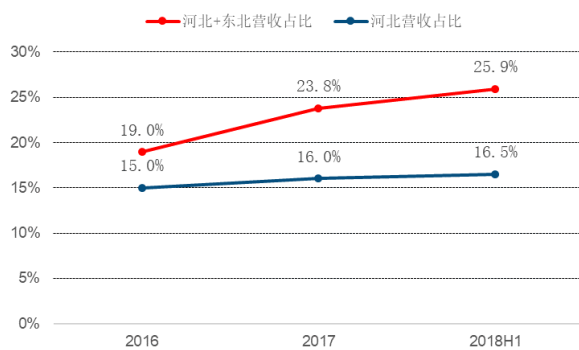
北京仍是主战场但占比下降，河北成新生力量。2013 年到 2016 年，北京地区营收占比在 50% 以上。虽然北京地区目前仍然是公司主要营收来源，但是由于在各地的门店扩张，北京地区的营收比重呈下降趋势，2017 年北京营收占比降到 50% 以下，为 47.8%。而 2016 年以来河北和东北地区呷哺餐厅给公司营收带来显著增量，两个地区 2016 年/2017 年/2018H1 营收之和分别为 5.21 亿元/8.30 亿元/4.95 亿元，营收占比为 18.9%/23.8%/25.9%。值得注意的是，2016 年、2017 年和 2018H1 河北营收均大幅高于公司“老根据地”天津和上海，随着更深入的市场挖掘，未来河北有望带来更多的营收增量。

图表25：呷哺餐厅分地区营收结构（单位：亿元）



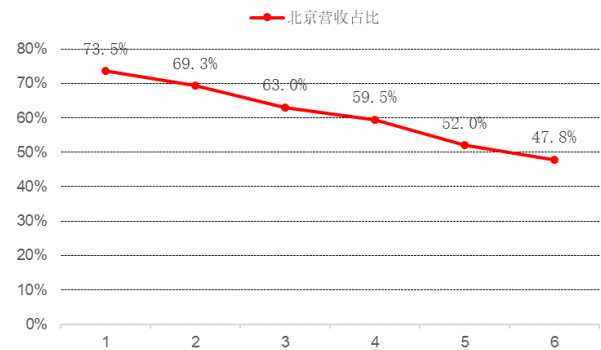
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表26：河北地区营收占比较高



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

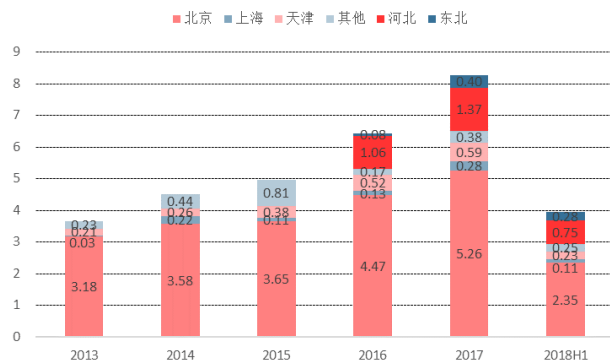
图表27：呷哺餐厅北京地区营收占比下降



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

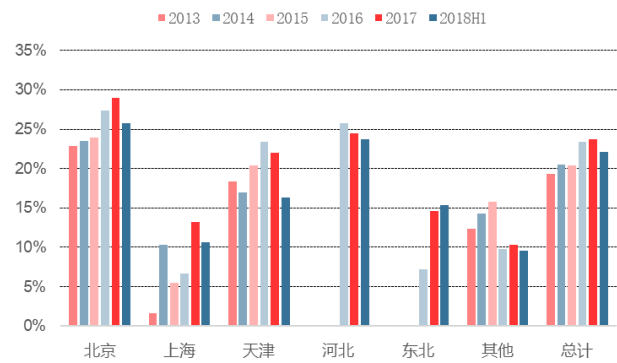
呷哺餐厅利润保持稳定增加，北京表现最佳。从2013年到2018H1整体利润率从19.4%提高到20.8%，总体维持在21%左右，其中2017年最高达到23.7%。呷哺餐厅层面利润从3.66亿元增加至8.27亿元，CAGR达到17.7%，2018H1为3.96亿元。分地区利润结构来看，北京地区呷哺餐厅经营利润占比最高，2018H1为25.4%，年均25.4%，上海最低，2018H1为10.6%，年均8%。

图表28：呷哺餐厅层面分地区利润结构（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

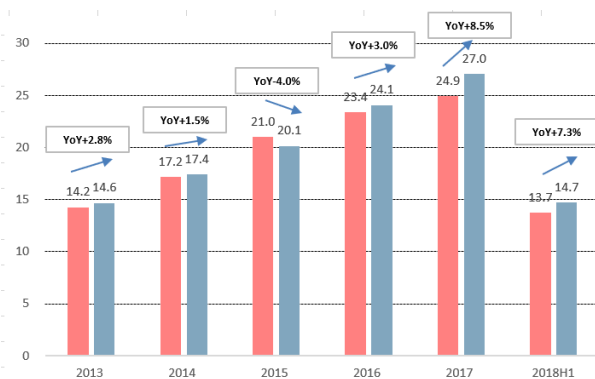
图表29：呷哺餐厅层面利润率整体提升



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

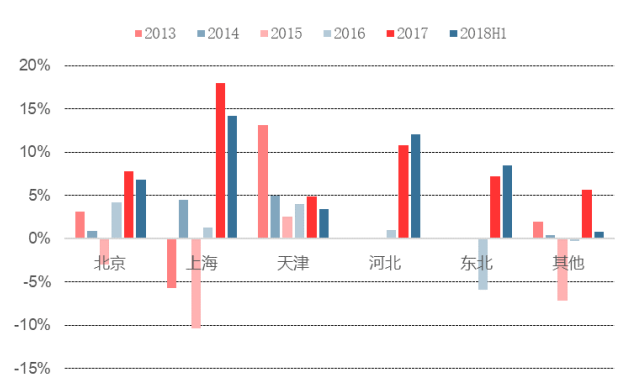
同店营收增速强劲，上海河北表现亮眼。2016年以来呷哺餐厅同店营收保持正增速，2018H1同店总营收14.7亿元，同比增速为7.3%。2018H1上海地区和河北地区同店增速居前二，分别为14.2%/12.1%。综合营业收入、餐厅层面利润和利润率、同店营收增速来看，2016年以来河北地区呷哺呷哺餐厅经营状况较佳，未来对公司的重要性有望进一步凸显。

图表30：呷哺餐厅同店营收增速强劲（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表31：上海河北呷哺餐厅同店营收增速居前

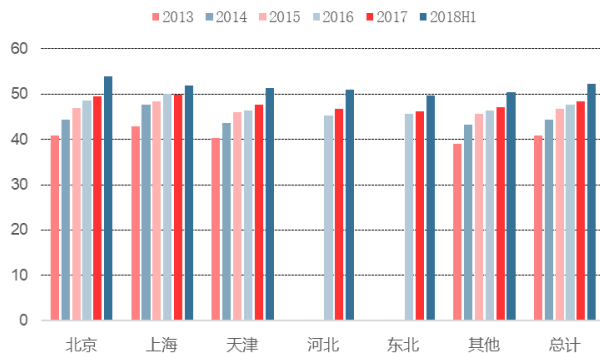


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

（四）客单价稳步提升，盈利稳健增长

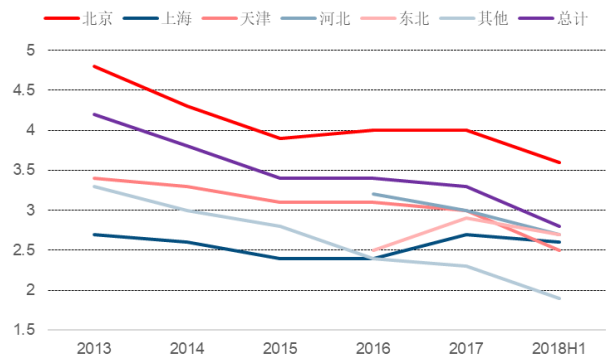
客单价稳步上涨，翻座率受结构调整略有下调。公司各地区呷哺呷哺餐厅客单价稳步上涨，2013年到2018上半年整体客单价从40.8元上涨至52.2元。分地区看，2013年到2017年上海地区客单价最高，但是2018上半年被北京地区反超，北京为53.9元，上海为51.8元。2013年到2018上半年整体翻座率从4.2下降至2.8，其中2018年上半年北京地区翻座率整体最高，为3.6次，上海地区最低，为2.6次。翻座率下降主要由于公司门店快速扩张，以及部分门店进行呷哺呷哺2.0的升级。从收入角度考虑，翻座率的提升会导致就餐时间减少，从而造成客单价下降，目前公司客单价的提升能够很好对冲翻座率下降对营收带来的负面影响。且呷哺呷哺的整体翻台率仍为行业内较领先的水平。

图表32：呷哺餐厅客单价稳定上涨（单位：元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表33：因定位调整，呷哺餐厅翻座率整体略有下降

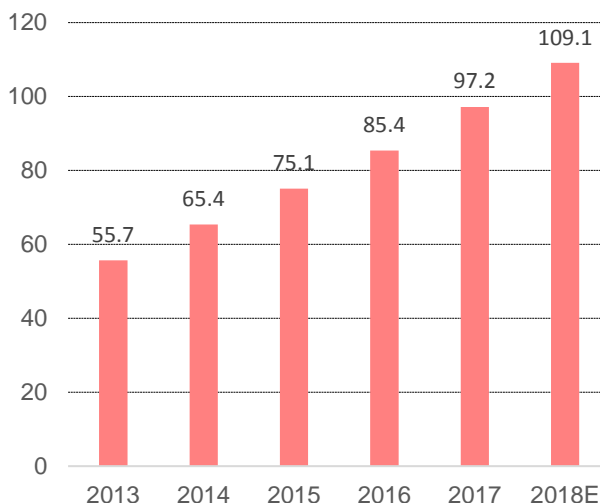


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

（五）调味料促业务多元发展，“凑凑”切入高端火锅市场

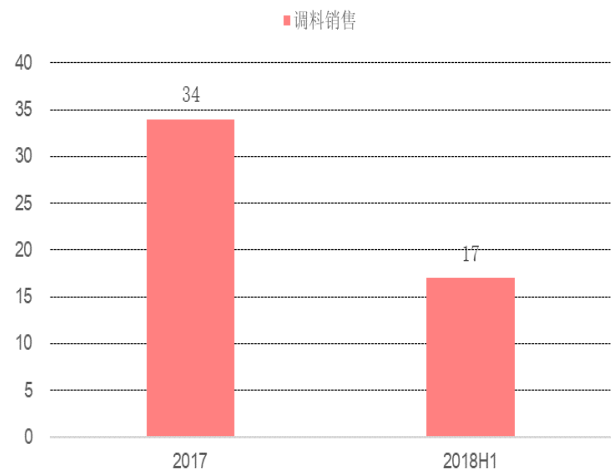
复合调料产品开拓新业务增长点。中国复合调味品市场规模持续增加，从 2013 年的 557 亿元增长至 2017 年的 1091 亿元，年复合增长率为 15.83%。占据市场份额前三的分别为鸡精、火锅底料和中式复合调味品。2016 年 10 月，呷哺呷哺与其董事会主席贺光启订立了合资协议，成立合资公司，主要为呷哺呷哺生产调味料，包括火锅底料、火锅蘸料等，并通过天猫、京东等电商渠道进行销售。目前，在呷哺呷哺食品京东自营旗舰店平台上，呷哺呷哺已开发 9 种火锅底料，5 种火锅蘸料以及 2 种调味酱。2017 年火锅调料市场全年实现收入 3404 万元，营收占比不到 1%，2018 年上半年销售调料产品 1722 万元，营收占比不高是因为调味品主要是通过第三方代工的模式进行生产，受限于产能。2017 年上半年公司在北京购买了新地用于修建新厂房，预计最快三年之内才能修建成功，2021 年后才能投入运营，未来收入可观。

图表34：中国复合调味品市场规模（十亿元）



资料来源：Frost&Sulliva，中信建投证券研究发展部

图表35：全国火锅调料收入（单位：百万元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

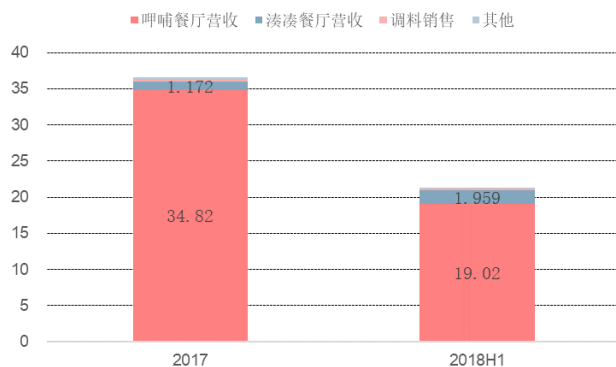
表 4：呷哺呷哺京东旗舰自营店主要商品

火锅底料	燃咖喱-印式咖喱	火锅蘸料	经典原香-麻辣调料拌面拌
	番茄娘-番茄甜酸口味		麻辣口味
	松茸君-姬松茸菌汤		香辣口味
	辣么久-经典升级麻辣		孜然口味
	烹时鲜-三鲜火锅底料清汤		原味口味
	辣清扬-清油麻辣四川火锅	调味酱	香菇牛肉酱
	刺翻江牛油-麻辣烫串串香		麻辣香锅调料
	鲜出海-清汤锅底炖菜煲汤		
	酸菜鱼-四川酸菜调味料		

资料来源：京东，中信建投证券研究发展部

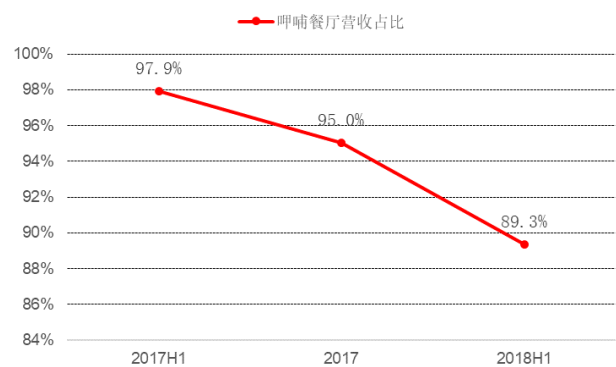
湊湊开拓火锅高端市场，呷哺呷哺的餐厅营收占绝对主导地位。“湊湊”是呷哺呷哺的中高端火锅品牌，于2016年底开始营业，湊湊餐厅门店数量增加和开展火锅调料业务，呷哺餐厅营收占比呈现下降趋势。2018H1呷哺餐厅营收占总营收的比例为89.3%，与2017H1相比营收占比减少8.6%，但仍然占据主导地位。

图表36：呷哺餐厅营收占比最高（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表37：呷哺餐厅营收占比呈下降趋势

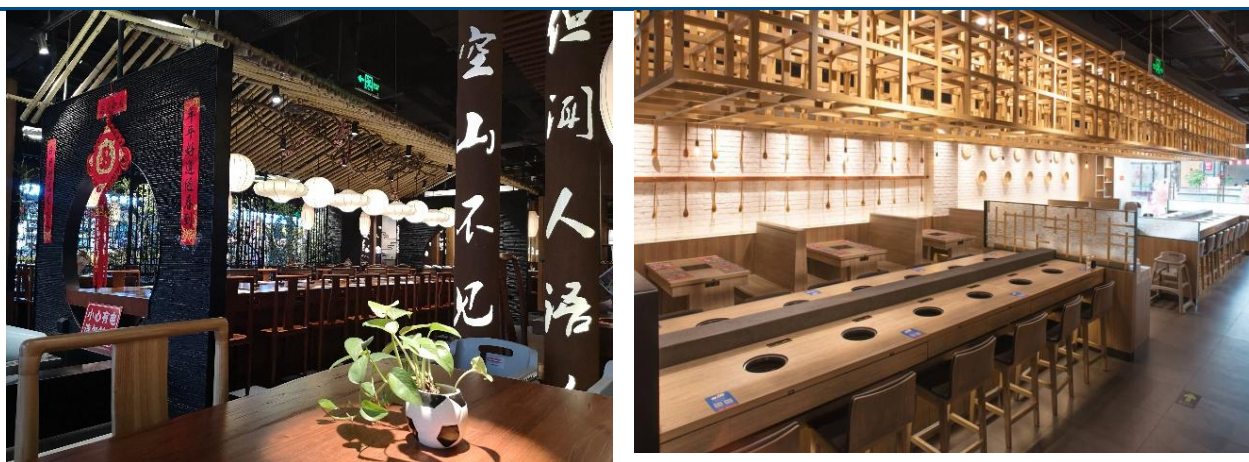


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

四、呷哺呷哺 2.0+湊湊，品牌多元定位升级

呷哺呷哺 2.0 消费客户用餐体验提升。基于“千禧一代已经成为主流消费人群，其更加注重品质及综合体验”的判断，公司有选择性的将现有餐厅升级为呷哺呷哺 2.0，并在黄金地段开设新的呷哺呷哺 2.0 餐厅，将呷哺呷哺的餐饮文化从快餐向“轻正餐”转型。店面升级资本开支大约 50 万元。采用木质装饰升级店面，Wifi 全覆盖，推广 CRM 系统增加客户粘性，有利于提高门店流量及人均消费，从而提升销售收入，升级店铺带来 15% 的店面收入增长。2018 年下半年，公司会不断进行餐厅智能化升级，带给消费者不同的用餐体验。

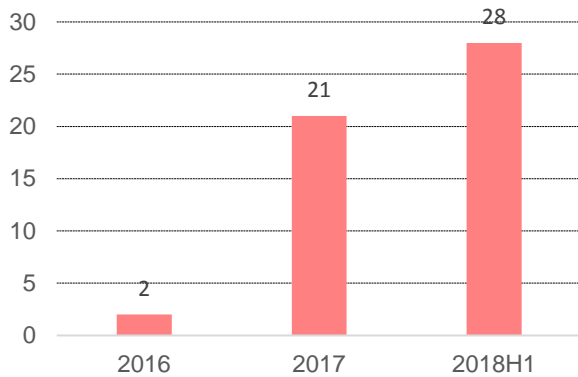
图表38： 呷哺呷哺 2.0 店面内饰美观



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

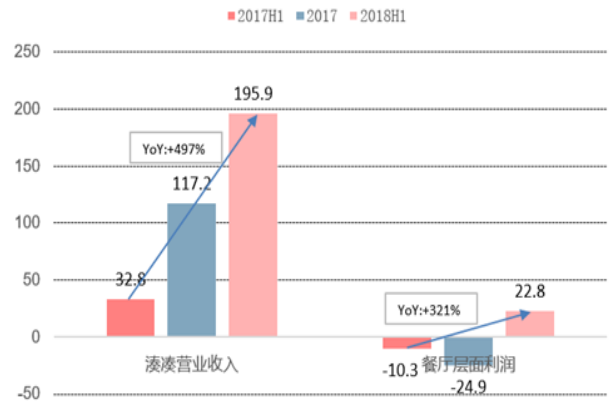
湊湊开拓火锅高端市场。呷哺呷哺的第二品牌湊湊于 2016 年 4 月落户北京三里屯。其目标客户为 25 至 35 岁的都市白领，最大特点是打造“火锅+茶憩”的商业模式，在菜品、环境和服务上进行全面升级，湊湊的食材有 40%-50% 都是从海外进口的，客单价相比呷哺呷哺提高较多，约为 120-150 元之间。湊湊不仅提供火锅正餐服务，还提供台式茶歇、宵夜和外送服务，用茶饮填补火锅三、四点钟时的营业空缺。其中茶饮部分占据湊湊营收 20%，茶饮外卖的营业额超过 40%。截至 2018 年 6 月 30 日，湊湊共在北京、上海、深圳等地开设 28 间湊湊餐厅，2018 年上半年湊湊餐厅营业额约为 1.96 亿元，同比增加 497.3%，利润额约为 2280 万元，同比增加 121%。公司计划 2020 年门店数量达到 100 家，主要布局于一二线城市，预计收入贡献继续提升。

图表39： 湊湊门店数量快速增长



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表40： 湊湊营业收入和餐厅店面经营利润（百万元）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表41： 湊湊餐厅内部布局典雅



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

“呷哺小鲜”外送业务增加销售密度。为了开拓呷哺呷哺餐厅未来增长空间，在时间、空间上得以充分延伸，公司从2015年开始布局“呷哺小鲜”外卖业务，主要分为火锅外送和食材外送，外卖平台主要为百度、美团和饿了么。为了弥补火锅外送用餐时间问题，公司研制了独立冒菜品牌“呷煮呷烫”，消费者可快速享用呷哺呷哺的产品。外送业务覆盖城市从2017年同期的4个增加到目前55个城市，业务总收入同比增加120%，其中，外卖业务销售收入同比增加近220%。未来公司除了继续满足顾客的火锅和冒菜外卖需求外，会针对顾客对食材的追求，发展食材外送服务。

图表42： 呷煮呷烫独立冒菜品牌



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

茶饮品牌“茶米茶”探索新的增长空间。在凑凑“火锅+茶饮”模式的成功运营经验下，2018年11月15日在上海和北京同时推出新茶饮品牌“茶米茶”。门店200平方米，仅设30个座位，采用“堂食+外卖”的方式进行运营。门店装修风格以新中式古朴风为基调，配以原木质感的桌椅、吧台、置物柜等，传递一种茶文化价值。产品线以茶饮为主，轻食为辅，客单价在50-60元。公司计划打造50平方米、100平方米、200平方米三种承载力不同，功能不同的门店，覆盖更多社区和写字楼。

图表43： 茶饮独立品牌“茶米茶”进入市场



资料来源：网络资料，中信建投证券研究发展部

把握中式餐饮市场驱动因素。中国火锅数量由2013年40.6万家增加至2017年约60.1万家，受益于其受欢迎程度以及易标准化、易扩张的独特业务模式，火锅餐饮在中国餐饮业中增长潜力巨大。呷哺呷哺作为休闲小火锅龙头企业，不断扩大规模并打造新品牌，一直走在火锅产业前端。究竟塑造什么样的火锅文化是公司一直以来探索的方向。根据沙利文调查，中国火锅餐厅市场驱动因素主要包含品牌认知度及声誉、食品安全、新技术、外卖服务市场以及外出就餐文化。中式餐饮市场高度分散，前五大餐饮企业仅占总市场份额0.8%。呷哺呷哺有望凭借把握核心增长点，扩大收入预期。

表 5：中国火锅餐厅市场的驱动因素及趋势

因素	特征
品牌认知度及声誉	品牌认知度和声誉与餐厅的食物口味、安全和质量、服务和环境密切相关。随着社交媒体、在线评论和大众平台的日益流行，这些平台将对餐厅的品牌声誉和形象以及消费者的消费行为产生重大影响。
食品安全、质量及营养	中国消费者更加注重更高质量的食材、更佳的环境及营养健康的餐饮选择，中高端火锅餐厅将受益于这一趋势持续发展。
新技术	自动订餐及自动排队等新技术使餐厅能够为顾客提供更佳的就餐体验。诸如使用大数据及分析、自动化及智能设备以及先进的 ERP 系统等新技术，提高了餐厅的管理及运营效率。
外卖服务市场	随着社会节奏变得越来越快，人们在家烹饪的时间减少，而可能选择在家或在工作中订餐。此外，外卖应用程序日益普及支撑了外卖服务市场的增长。
外出就餐文化	随着中国城市家庭人均可支配收入的增加，越来越多的消费者选择外出就餐的同时，对于服务质量更好的中高端餐厅的需求逐渐增加。而在消费升级的趋势下，中国的餐饮消费者越来越多地寻求创新和个性化的食品和服务。

资料来源: Frost&Sulliva, 中信建投证券研究发展部

五、总结

（一）休闲小火锅起步，快餐逐渐转向多元业态。公司以“一人一锅”的休闲小火锅起步，初始定位偏快餐形式，快餐定位下较轻、规模较小的店面得以快速扩张，在快速发展下，公司逐渐向时尚、休闲的概念转型，餐饮也更注重对于中国传统火锅文化的重视。其多元化的定位使其将火锅与快餐进行融合，从而能够在细分领域的蓝海市场当中发展，取了一条相对较少竞争者的赛道。

（二）快速扩张是其发展的重要措施。由于单店资产相较于传统火锅较轻，且布局场景以往多在沿街或社区，不同于传统高端火锅需进驻商业中心或购物中心，租金相对较低，这种业态促使呷哺呷哺快速实现店面扩张，在抢占市场上占据先机，后又继续推进渠道下沉，力争对全渠道的把控。

（三）进军高端，发展调味料，布局较合理。呷哺呷哺推出高端火锅品牌湊湊，其人均客单价高于海底捞等中高端火锅，定位为高端，为公司打入高端市场的战略，同时公司通过“三明治”式定价方法，既进一步发展低端市场，同时也深度切入高端市场，与传统火锅价位形成一定的差异化和互补性，为其拓展提供更强的动力；同时公司开始发力调味料和外卖端，拓展可消费场景和异地扩张的能力，并且切入最大的外卖市场。

（四）公司逐渐靠拢火锅文化并寻求创新。公司起步时为休闲小火锅，跟中国传统文化的大火锅以及聚餐式餐饮的氛围不同，讲求个人、方便和快捷，而传统宽赛道的火锅市场与呷哺呷哺的定位略有不同，这也使得公司在受众群体上相较于传统火锅存在一定的局限。公司推出湊湊等品牌后，在火锅文化上与大众火锅寻找契合点，同时又创新推出火锅的休闲时尚文化，寻求带给消费者更丰富的消费体验。

六、盈利预测及风险提示

表 6：公司门店扩张预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
餐厅总数	639	759	869	979	1079
呷哺餐厅	637	738	833	928	1013
湊湊餐厅	2	21	36	51	66
一线城市	341	345	360	375	385
呷哺北京	285	282	290	290	295
呷哺上海	54	50	50	55	55
湊湊	2	13	20	30	35
非一线城市	298	414	509	604	694
呷哺餐厅	298	406	493	583	663
湊湊	0	8	16	21	31

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

表 7：盈利预测

单位：亿元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
餐厅数量	639	759	869	979	1079
YoY%	15.8%	18.8%	14.5%	12.7%	10.2%
营业收入	27.58	36.64	46.42	55.23	62.12
YoY%	13.7%	32.8%	26.7%	19.0%	12.5%
餐厅经营	27.58	36.09	45.86	54.56	61.21
YoY%	13.7%	30.9%	27.1%	19.0%	12.2%
呷哺呷哺	27.5	34.92	40.82	46.4	50.65
YoY%		27.0%	16.9%	13.7%	9.2%
湊湊	0.08	1.17	5.04	8.16	10.56
YoY%		1365.0%	330.0%	61.9%	29.4%
其他业务		0.55	0.56	0.67	0.91
净利润	3.68	4.20	5.11	6.08	6.83
YoY%	39.9%	14.1%	21.6%	19.0%	12.5%
归母净利润	3.43	3.77	4.64	5.52	6.21
YoY%	39.4%	9.9%	23.1%	19.0%	12.5%

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

预计呷哺呷哺 2018-2020 年净利润分别为 5.11、6.08、6.83 亿元人民币，同比增速分别为 21.6%、19.0%、12.5%，EPS 分别为 0.47、0.57、0.63 元，目前股价对应 PE 分别为 21X、18X、16X，维持“增持”评级。

风险提示：食品安全及卫生风险；门店扩张不及预期；快速扩张带来成本费用压力；新品牌运营不及预期。

分析师介绍

贺燕青：贺燕青，武汉大学会计学本科、经济法研究生，7年证券从业经验。

李铁生：西安交通大学数量经济与金融硕士，6年证券从业经历

陈语匆：中信建投研究发展部社会服务行业分析师，3年证券从业经验。

报告贡献人

陈如练 15001873769 chenrulian@csc.com.cn

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以恒生指数的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859