

投资评级 优于大市 首次覆盖

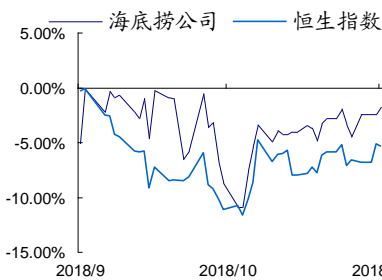
## 厚积薄发，火锅龙头进入发展快车道

### 股票数据

12月6日收盘价(港元)	17.38
52周股价波动(港元)	15.98-19.64
总股本/流通A股(百万股)	5300
总市值/流通市值(百万港元)	918

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.12	-1.59	NA
相对涨幅(%)	-0.82	0.17	NA

资料来源:海通证券研究所

分析师:陈扬扬

Tel:(021)23219671

Email:cyy10636@htsec.com

证书:S0850518070002

分析师:汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wanglt@htsec.com

证书:S0850511040005

### 投资要点:

- **公司概况。**火锅龙头,2017年用餐人次超过1亿,收入突破100亿元,是国内目前规模最大的餐饮品牌。1994年首店开业,在长期积累的运营管理能力、人才储备、品牌基础上,2015年以来加速扩张,1H18门店已达341家。**股权结构:**以张勇为核心的创始团队持股约85%,高瓴/景林等基石投资人合计认购IPO发行的1.65亿股,占总股本3.12%。
- **核心竞争力。(1)外在呈现:完美的就餐体验以及餐厅层面优秀的运营指标:**在100元客单价基础上,翻台率仍达5次/天,餐厅运营利润率20%以上;**(2)内核所在:“连住利益,锁住管理”的理念渗透到管理、薪酬和晋升激励等各个环节。**① **组织架构扁平化:**设总部/教练/抱团小组及餐厅,餐厅直接向高管汇报,在标准化管控和灵活自主性间达到最佳平衡;② **师徒制**深度捆绑员工与门店、门店与门店的利益,配以强激励的薪酬及高度流动的晋升体系。
- **财务数据背后的逻辑,高增长和高效率是否可持续?**2015-17年间收入/同店收入/营业利润CAGR各36%/14%/71%,1H18各增54%/6.4%/20%,ROE在2015-17年间各42%/88%/110%,2017年EBITDA margin、净利率和OCF/收入各17.6%/11.2%/13.2%。核心财务指标均健康。**(1)高速开店成长的保障:**①“师徒制”保障人才的培养储备(9月初已有400人店长储备人选),是有开店的关键资源;②强大品牌效应和渠道下沉,保障低成本优质物业获取能力;③标准化供应链、后台和流程控制,管理支撑力强。**(2)效率及持续性。**①**人:**人力投入是成本更是核心竞争壁垒,虽人均工资和费用率高,但人均创收创利也高(2017年海底捞/呷哺/小辉哥员工人均创利各5.4/5.1/4.2万元),高投入高产出保证可持续效率;②**租金:**品牌溢价贡献低租金,高翻台&高客单驱动高坪效,加强低费率优势(2017年海底捞与可比公司坪效各6.9/2.2/1.54万元/平米);③**ROE:**虽海底捞净利率并未有显著优势,但高的资产周转效率(尤其存货周转率)是ROE高的核心要素之一,这与其发展过程衍生的独立食材和火锅底料等供应商高效率密切相关。
- **盈利预测与估值。(1)盈利预测:**预计2018-20年收入各增长55%、63%和37%至165亿元、268亿元和368亿元,归母净利各增56%、64%和45%至16.1亿元、26.4亿元和38.3亿元,对应EPS各0.30、0.50、0.72元/股。**(2)估值:**参考可比公司PE,考虑海底捞更高利润增速,给予2019年35-40倍PE,并按当前(20181206)港币/人民币汇率换算,合理价值区间**19.84-22.68港元,首次给予“优于大市”评级。**
- **风险提示。**宏观:经济下滑风险;行业:食品安全风险、呷哺等竞争分流;个股:门店扩张不达预期、同店增速下滑。

### 主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7807.69	10637.17	16474.20	26789.20	36804.02
(+/-)YoY(%)	35.63%	36.24%	54.87%	62.61%	37.38%
净利润(百万元)	735.17	1027.85	1606.28	2641.64	3831.57
(+/-)YoY(%)	169.60%	39.81%	56.28%	64.46%	45.05%
全面摊薄EPS(元)			0.30	0.50	0.72
毛利率(%)	59.28%	59.45%	58.00%	58.00%	58.50%
净资产收益率(%)	87.78%	110.45%	108.57%	106.25%	95.97%

资料来源:公司年报(2016-2017),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

# 目 录

<b>1. 海底捞：主打火锅，全球领先的中式餐饮品牌</b> .....	<b>5</b>
1.1 历程与概况：餐厅网络超 300 家，年服务人次过亿.....	5
1.2 股权结构：以张勇为核心的创始团队持股超 85%.....	6
1.3 火锅行业：标准化程度最高的中餐品种.....	7
1.3.1 民以食为天，火锅是万亿餐饮市场优良赛道.....	7
1.3.2 竞争格局分散：海底捞规模居首但市占率仅 0.3%.....	8
<b>2. 完美的就餐体验，优秀的运营指标</b> .....	<b>9</b>
2.1 服务、氛围、食材、技术等共同打造无可比拟的就餐体验.....	9
2.2 翻台率、运营利润率、同店增长全面领先.....	11
<b>3. “连住利益，锁住管理”：自下而上裂变式增长的核心</b> .....	<b>12</b>
3.1 扁平化管理，激励到位的薪酬体系，高度流通的晋升体系.....	12
3.1.1 管理效率：组织架构扁平化.....	12
3.1.2 激励到位的薪酬制度和高度流动的晋升体系.....	13
3.2 产业链上下游渗透：底料、食材、装修、人力资源服务全涉猎.....	14
<b>4. 财务分析：高增长基础上延续高盈利回报</b> .....	<b>15</b>
4.1 开店与收入：2015-17 年间收入 CAGR36%，1H18 增 54%.....	15
4.2 成本结构凸显品牌优势和核心竞争力.....	17
4.2.1 成本结构对比分析：租金占比远低于同行，高人力成本构筑核心壁垒.....	17
4.2.2 品牌溢价贡献低单位面积租金，高坪效加强费用率优势.....	18
4.2.3 员工成本也是人力投入和竞争壁垒，海底捞人均创利最高.....	19
4.3 高利润率与高周转，投资回报率行业第一.....	19
4.3.1 投资回报远超竞争对手：高基数持续提升.....	19
4.3.2 杜邦分析：利润率行业前列、周转率远超同行.....	20
<b>5. 盈利预测与估值</b> .....	<b>22</b>
5.1 盈利预测：预计 2018-20 年 EPS 各 0.30 元、0.50 元、0.72 元.....	22
5.2 估值：PE 结合 EV/EBITDA，给予 19.84-22.68 港元合理价值区间.....	23
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>24</b>
<b>财务报表分析和预测</b> .....	<b>25</b>

## 图目录

图 1 海底捞发展历程.....	5
图 2 海底捞 2018 上半年餐厅网络线城市结构.....	6
图 3 海底捞 2017 年服务人次突破 1 亿.....	6
图 4 中国餐饮市场规模及 2017 年按菜系划分的市场份额(亿元).....	8
图 5 海底捞排队盛况.....	10
图 6 海底捞餐厅员工为等候用餐的客人美甲.....	10
图 7 海底捞食物与用餐氛围.....	10
图 8 智慧餐厅立体环绕投影.....	10
图 9 智慧餐厅千人千味配锅机.....	10
图 10 智慧餐厅配菜机械臂.....	11
图 11 智慧餐厅送餐机器人.....	11
图 12 海底捞翻台率远高于竞争对手.....	11
图 13 海底捞老店翻台率不断创新高.....	11
图 14 海底捞扁平化组织.....	13
图 15 2015-2018 上半年海底捞收入及其增长情况.....	15
图 16 2015-2018 上半年海底捞营业利润及其增长情况.....	15
图 17 2015-2018 上半年海底捞归母净利润及其增长情况.....	16
图 18 2015-2018 上半年海底捞经营活动现金流及其增长情况.....	16
图 19 海底捞 2018 上半年新开店多致同店销售额占总销售额比极低.....	16
图 20 海底捞 2017 年收入成本拆分(百万元).....	17
图 21 海底捞、呷哺呷哺、小辉哥员工人均工资及收入(2017).....	19
图 22 海底捞餐厅员工人均创造经营利润最高(2017).....	19
图 23 2015-2018 上半年海底捞与呷哺、小辉哥营业利润率对比.....	20
图 24 2015-2018 上半年海底捞与呷哺、小辉哥净利率对比.....	20
图 25 2015-2018 上半年海底捞与呷哺、小辉哥 ROA 对比.....	20
图 26 2015-2018 上半年海底捞与呷哺、小辉哥 ROE 对比.....	20
图 27 2015-2018 上半年海底捞与呷哺等 EBITDA Margin 对比.....	20
图 28 2015-2018 上半年海底捞与呷哺等现金流/收入对比.....	20

## 表目录

表 1 海底捞 2017-2018 上半年开店较快 .....	5
表 2 海底捞收入以餐厅经营为主, 占比 97%以上 .....	6
表 3 股权结构: 张勇夫妇及施永宏夫妇合计持股 85.01% .....	7
表 4 董事和高管团队 .....	7
表 5 2013-2022 年间火锅市场规模及结构 .....	8
表 6 中国餐饮品牌极其分散(亿元) .....	9
表 7 中国火锅市场竞争格局(亿元) .....	9
表 8 顾客人均开支对比(元) .....	11
表 9 2015-2018 上半年海底捞、呷哺呷哺和辉哥火锅餐厅经营层面利润率对比 .....	12
表 10 海底捞、呷哺呷哺同店销售额增速(%) .....	12
表 11 海底捞店长薪酬体系—举例 1 .....	14
表 12 海底捞店长薪酬体系—举例 2 .....	14
表 13 海底捞关联公司对应产业链环节及交易额占海底捞采购金额比重 .....	14
表 14 海底捞关联公司交易额(百万元) .....	15
表 15 海底捞同店销售额增速(%) .....	16
表 16 海底捞 2016-2017 开店中二三线城市占比近 80% .....	16
表 17 2015-1H2018 海底捞、呷哺呷哺、小辉哥(龙辉国际)主要成本项结构对比 .....	18
表 18 2017 年海底捞、呷哺呷哺、小辉哥单位平米租金测算 .....	18
表 19 2017 年海底捞、呷哺呷哺、小辉哥坪效测算 .....	18
表 20 2015-2017 年海底捞、呷哺呷哺、小辉哥主要成本项结构对比 .....	19
表 21 2015-2017 年海底捞、呷哺呷哺、小辉哥杜邦分析对比 .....	21
表 22 2015-2017 年海底捞、呷哺呷哺、小辉哥周转率细分指标对比(次) .....	21
表 23 2015-2017 年颐海国际成长性和盈利能力均维持高位 .....	22
表 24 海底捞收入预测拆分 .....	22
表 25 海底捞餐厅收入分线城市拆分 .....	23
表 26 海底捞成本结构 .....	23
表 27 PE 结合 EV/EBITDA, 给予 19.84-22.68 港元合理价值区间 .....	23
表 28 海外可比公司 PE 和 EV/EBITDA 估值(倍) .....	24
表 29 海底捞与海外可比公司收入和利润增速对比(百万美元, %) .....	24

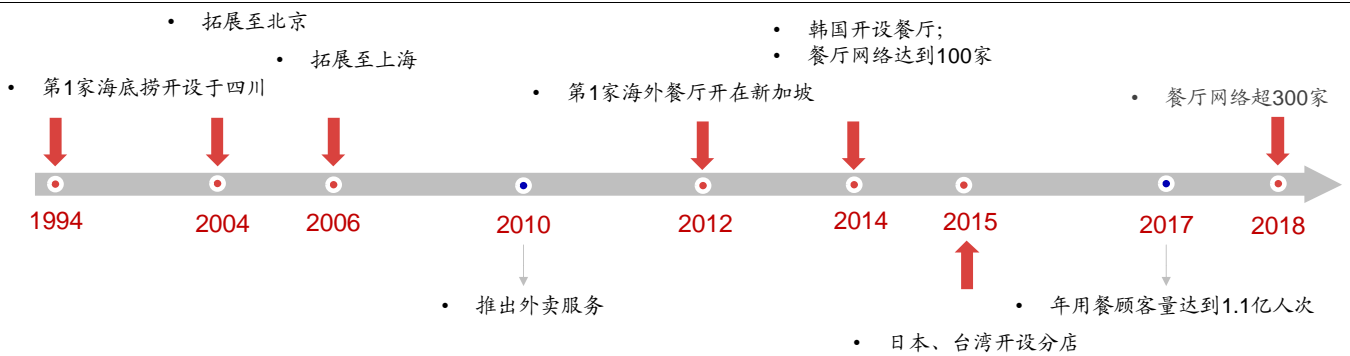
# 1. 海底捞：主打火锅，全球领先的中式餐饮品牌

## 1.1 历程与概况：餐厅网络超 300 家，年服务人次过亿

海底捞主打火锅品类，第一家店于 1994 年在四川开业，1999 年拓展至陕西西安，至 2014 年门店数突破 100 家，历经 20 余年发展，已成为国内规模最大、全球领先且快速增长的中式餐饮品牌，2017 年海底捞用餐人次超过 1 亿人次。

截至 2018 年上半年，公司合计拥有 341 家餐厅（截至 2018 年 9 月 12 日，公司拥有及运营的餐厅数量达 363 家），其中分布在香港、台湾及海外新加坡、韩国、日本和美国等的餐厅规模达到 31 家，占比 9%。

图1 海底捞发展历程



资料来源：海底捞招股书，海通证券研究所

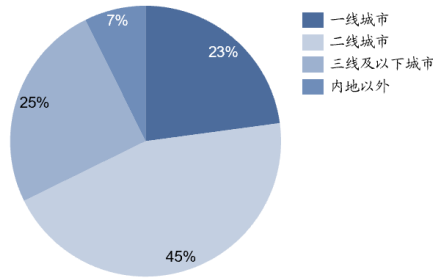
**厚积薄发，近年来门店扩张加速。**2015-2018 上半年净增店比例分别为 30.4%、20.5%、55.1%、68%。公司在 1994-2014 的 20 年间规模突破 100 家，但有了前期深厚的运营能力积累、人才储备、品牌制度提升等，餐厅网络从 100 到 300 家则花了不到 3 年半（参见表 1）。

表 1 海底捞 2017-2018 上半年开店较快

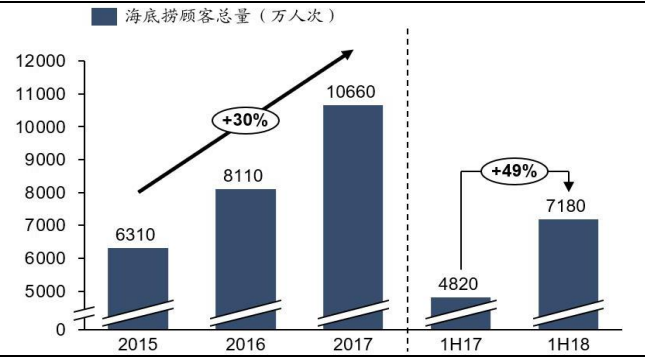
	2015	2016	2017	1H17	1H18
餐厅数量合计（家）	146	176	273	203	341
<b>增速（%）</b>	<b>30.4</b>	<b>20.5</b>	<b>55.1</b>		<b>68.0</b>
净增店（家）	34	30	97		68
期初餐厅数量（家）	112	146	176		273
开店（家）	36	32	98		71
闭店（家）	2	2	1		3

资料来源：海底捞招股书，海通证券研究所

2017 年服务人次达到 1.07 亿人次，2015 年 6310 万人次，2 年间复合增速 30%。

**图2 海底捞 2018 上半年餐厅网络线级城市结构**


资料来源: 海底捞招股书, 海通证券研究所

**图3 海底捞 2017 年服务人次突破 1 亿**


资料来源: 海底捞招股书, 海通证券研究所

早在 2010 年, 海底捞就推出外卖服务, 但因火锅的社交属性及就餐条件等, 公司当前主营收入来源仍是餐厅收入, 外卖只占海底捞收入极少部分。2018 上半年, 海底捞收入合计 73.4 亿元, 同比增长 54%, 其中餐厅经营、外卖、销售调味品各 71.5 亿元、1.3 亿元、0.6 亿元, 分别同比增长 54%、36%、391%, **餐厅经营收入、外卖收入及销售调味品收入占比分别为 97%、2%、1%。**

**表 2 海底捞收入以餐厅经营为主, 占比 97%以上**

	2015	2016	2017	1H17	1H18
总收入 (百万元)	5757	7808	10637	4756	7343
<b>增速 (%)</b>		<b>35.6</b>	<b>36.2</b>		<b>54.4</b>
餐厅经营收入占比 (%)	98.2	97.8	97.7	97.7	97.4
外卖收入占比 (%)	1.3	1.9	2.1	2.1	1.8
销售调味品收入占比 (%)	0.5	0.3	0.3	0.2	0.8
餐饮收入 (百万元)	5653	7636	10388	4647	7152
<b>增速 (%)</b>		<b>35.1</b>	<b>36.0</b>		<b>53.9</b>
外卖收入 (百万元)	74	146	219	98	133
<b>增速 (%)</b>		<b>97.3</b>	<b>49.7</b>		<b>36.5</b>
销售调味品收入 (百万元)	30	26	30	12	57
<b>增速 (%)</b>		<b>-12.0</b>	<b>16.7</b>		<b>391.4</b>

资料来源: 海底捞招股书, 海通证券研究所

## 1.2 股权结构: 以张勇为核心的创始团队持股超 85%

**股权结构:** (1) 约 85%以上股权在以张勇为核心的创始团队手中, 其中张勇先生及其配偶舒萍女士合计持股 36.4 亿股, 占 68.61%, 施永宏先生及其配偶李海燕女士合计持股 8.69 亿股, 占 16.4%。(2) 基石投资人主要包括高瓴资本、景林资产、摩根斯坦利、雪湖资本、Ward Ferry, 以 17.8 港元 (人民币 15.66 元) 的最终发行价计算, 分别获得 3968 万股、3968 万股、3527 万股、3527 万股、1543 万股, 占此次发行股本 (4.24 亿股) 比例分别为 9.3%、9.3%、8.3%、8.3%、3.6%。

**表 3 股权结构：张勇夫妇及施永宏夫妇合计持股 85.01%**

姓名	股东	持股金额 (亿元人民币)	持股 (百万股)	持股 占比	占本次发行 比例	
创始团队	张勇	501	3202	60.41%		
	通过以下 2 个实体持股:					
		NP United Holding Ltd.	282	1802	34.00%	
		ZY NP Ltd.	219	1400	26.41%	
		舒萍 (SP NP Ltd.)	68	434	8.20%	
		施永宏 (SYH NP Ltd.)	68	434	8.20%	
基石投资人	李海燕 (LHY NP Ltd.)	68	434	8.20%		
	高瓴资本	6	39.68	0.75%	9.3%	
	景林资产	6	39.68	0.75%	9.3%	
	Morgan Stanley	6	35.27	0.67%	8.3%	
	Snow Lake Funds	6	35.27	0.67%	8.3%	
	Ward Ferry	2	15.43	0.29%	3.6%	
总股本			<b>5300</b>			
IPO 发行			<b>424.43</b>			

资料来源：海底捞招股书，海通证券研究所；备注：括号内为创始团队的面持股股东。

**董事和高管团队：**董事会主席及首席执行官由创始人张勇担任，全方位负责公司管理及发展战略；首席运营官由在海底捞工作 20 年以上的**杨丽娟**女士担任。公司治理采取扁平化的方式，主要构成要素有总部、教练、抱团小组（同一区域内 5-18 家餐厅组成，通常店长之间具有师徒关系）、餐厅层面。教练负责全方面指导餐厅的开业前准备及后期运营，并且直接向首席运营官杨丽娟女士汇报。

**表 4 董事和高管团队**

姓名	董事会职位	高管职位	简介	年龄
张勇	董事会主席，执行董事	首席执行官	创始人之一，超 20 年餐厅管理经验	47
舒萍	非执行董事		创始人之一，张勇之妻	48
施永宏	执行董事		创始人之一，超过 20 年餐厅管理经验，兼任颐海董事长	48
邵志东	执行董事	首席信息官	拥有近 20 年信息技术经验	42
佟晓峰	执行董事	财务总监	拥有财会方面 20 年相关经验，曾在 SPX Filtran 等多家大型跨国公司任职	44
蔡新民	独立非执行董事		在食品安全和科技等领域拥有全面的经验	70
齐大庆	独立非执行董事		长江商学院会计学教授	54
许廷芳	独立非执行董事		为新加坡律师，拥有逾 30 年经验	63
杨丽娟		首席运营官	20 年公司工作经验	39
周兆呈		首席战略官	富有企业管理及媒体关系经验	45
唐春霞		首席发展官	长江商学院创始管理层一员	41
翟聃		董事会秘书	对国际资本市场、投资者关系等拥有丰富经验	35

资料来源：海底捞招股书，海通证券研究所

### 1.3 火锅行业：标准化程度最高的中餐品种

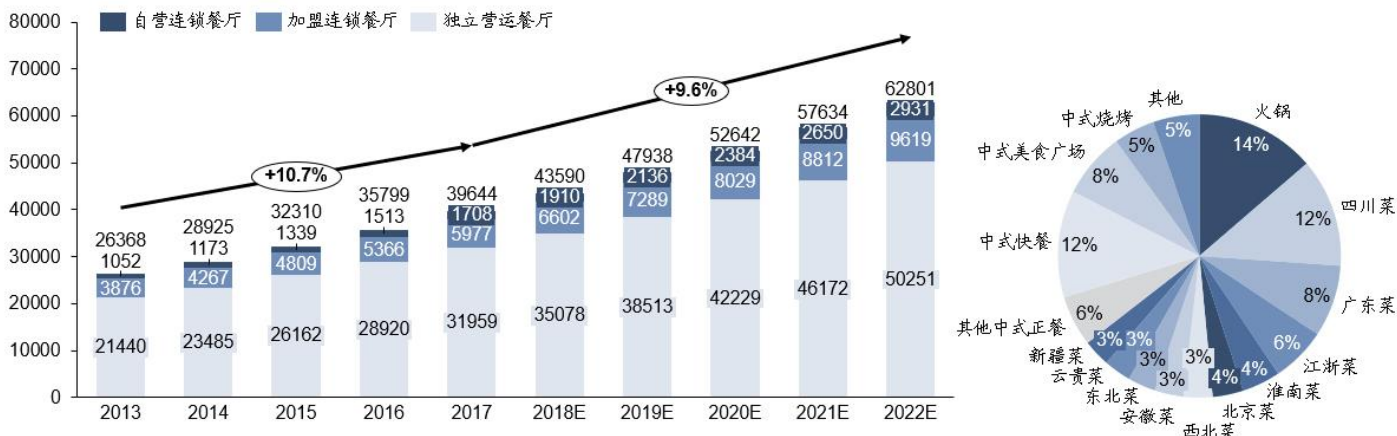
#### 1.3.1 民以食为天，火锅是万亿餐饮市场优良赛道

**中国餐饮市场规模近 4 万亿，仍望以 10% 左右的速度增长：**2013-2017 年，中国餐饮市场规模从 2013 年 2.6 万亿元增长至 2017 年 3.96 万亿元，5 年间复合增速 10.7%；弗若斯特·沙利文分析预计 2022 年将达到 6.28 万亿元，未来 5 年 CAGR 仍维持 9.6% 高位。

**火锅在中国餐饮的中式餐饮中占比 14%，位居第一，其次为川菜、粤菜、江浙菜、淮南菜等。**尽管中式餐饮菜系繁多而分散，但火锅由于其口味多样性受到最广泛热爱，同时在供给端也天然地更容易标准化、规模化；因此 2017 年火锅在所有中式餐饮类别

中占比最高,达14%。而火锅主要分为粤式、川式、蒙式及其他,其中川式以64%的市场份额为最受欢迎的火锅类别(海底捞招股书援引沙利文分析,2017年数据)。

图4 中国餐饮市场规模及2017年按菜系划分的市场份额(亿元)



资料来源:海底捞招股书援引弗若斯特·沙利文分析,海通证券研究所

**火锅市场规模:** 2017年3.2万亿元中式餐饮市场中,火锅以4362亿元市场规模占比13.7%;沙利文预计未来5年将以10.2%的复合增速增长,2022年火锅市场规模将超过7000亿元。

**结构:** 现有火锅市场按照线级城市来看,91%位于非一线城市;按照客单价定位看,占比最大的是60元以下的大众市场份额高达70%,其次是介于60-200元之间的中高端市场占比28%,200元以上高端市场仅1.2%。

表5 2013-2022年间火锅市场规模及结构

	2013	2017	2022E	CAGR(2013-17, %)	CAGR(2017-22, %)
合计(亿元)	21846	31920	48887	9.9	8.9
火锅	2813	4362	7077	11.6	10.2
其他中式餐饮	19033	27558	41810	9.7	8.7
火锅占比(%)	12.9	13.7	14.5		
其他占比(%)	87.1	86.3	85.5		
一线城市	259	414	685	12.4	10.6
非一线城市及农村地区	2554	3948	6392	11.5	10.1
一线城市火锅占比(%)	9.2%	9.5%	9.7%		
非一线城市及农村火锅占比(%)	90.8%	90.5%	90.3%		
高端市场(200元以上)	35	54	87	11.5	10.0
中高端市场(60-200元之间)	737	1240	2116	13.9	11.3
大众市场(60元以下)	2041	3068	4874	10.7	9.7
高端市场占比(%)	1.2%	1.2%	1.2%		
中高端市场占比(%)	26.2%	28.4%	29.9%		
大众市场占比(%)	72.6%	70.3%	68.9%		

资料来源:海底捞招股书援引弗若斯特·沙利文分析,海通证券研究所;备注:括号内价格为每位食客平均消费。

### 1.3.2 竞争格局分散:海底捞规模居首但市占率仅0.3%

中国中式餐饮市场高度分散,2017年前五规模餐饮品牌市占率合计0.8%。根据餐饮咨询机构沙利文,以收入规模测算,海底捞是目前为止中国市占率最高的餐饮品牌;即便如此,海底捞市占率也仅有0.3%。



**表 6 中国餐饮品牌极其分散 (亿元)**

	2015	2016	2017	2017 年收入计算的市占率 (%)	餐厅网络 (个)	年度客流量 (百万人次)
<b>海底捞</b>	<b>58</b>	<b>78</b>	<b>106</b>	<b>0.3</b>	<b>363</b>	<b>106.6</b>
餐饮公司 1	30	37	47	0.1	~270	~70
餐饮公司 2	20	35	43	0.1	~230	~50
餐饮公司 3	32	33	39	0.1	~440	~70
餐饮公司 4	28	32	37	0.1	~460	~60

资料来源: 海底捞招股书援引弗若斯特·沙利文分析, 海通证券研究所

火锅细分市场标准化程度相对更高, 从而集中度略高, 前五火锅品牌市占率 (2017 年收入计算) 5.5%; 前五公司市场份额分别约 2.2%、0.9%、0.8%、0.8%、0.8%, 海底捞以绝对优势领先。

**表 7 中国火锅市场竞争格局 (亿元)**

	2015	2016	2017	2017 年收入计算的市占率 (%)	餐厅网络 (个)	年度客流量 (百万人次)
<b>海底捞</b>	<b>58</b>	<b>78</b>	<b>106</b>	<b>2.2</b>	<b>363</b>	<b>106.6</b>
火锅公司 1	32	33	39	0.9	~440	~70
火锅公司 2	24	28	36	0.8	~760	~74
火锅公司 3	30	30	34	0.8	~550	~41
火锅公司 4	26	26	33	0.8	~560	~37

资料来源: 海底捞招股书援引弗若斯特·沙利文分析, 海通证券研究所

## 2. 完美的就餐体验, 优秀的运营指标

海底捞年服务人次突破 1 亿, 顾客层面享有完美的就餐体验, 包括服务、餐厅设计、食材与用餐氛围、创新技术等; 根据沙利文调查, 海底捞顾客满意度高达 99.3%。此外, **餐厅层面运营指标表现佳:** ①海底捞 2017 年在近 100 元客单价的定位上, 做到了每天 5 次翻台率, 远高于竞争对手呷哺的 3.3 次/天和小辉哥的 1.6 次/天; ②受益于更高的翻台率, 海底捞餐厅运营利润率也处于高位, 2017 年餐厅层面经营利润率 22.3%。③同店销售: 海底捞同店销售增速 2016-2017 年一直维持 14%左右的水平, 2018 上半年增速降至 6.4%, 远优于小辉哥、呷哺呷哺。

### 2.1 服务、氛围、食材、技术等共同打造无可比拟的就餐体验

**服务、氛围、食材:** 海底捞完美的就餐体验深受好评, 包括: **服务** (比如顾客排队候餐时的小食、甚至为女士提供美甲等生活服务, 用餐不仅表演捞面, 为顾客递上手机保护袋、为长发女士准备头绳等等)、**餐厅氛围** (海底捞拥有专门的餐厅装修公司, 有红黑设计、黄绿设计等风格契合顾客审美)、**食材和用餐氛围** (四宫格火锅和捞面表演), 且致力于使用新技术改善就餐体验, 公司是中国首批引入平板计算机的餐厅之一, 最早实现自动化地下单, 并借此了解和积累用户喜好数据; 同时投入大量资源在安装自主研发的通风系统以消除火锅的气味。

图5 海底捞排队盛况



资料来源：百度图片，海通证券研究所

图6 海底捞餐厅员工为等候用餐的客人美甲



资料来源：百度图片，海通证券研究所

食物与就餐氛围:

图7 海底捞食物与用餐氛围



资料来源：海底捞招股书，海通证券研究所

**智慧餐厅：**除了传统优势，2018年10月28日海底捞首家智慧餐厅在北京开业，再一次创造性颠覆顾客的用餐体验。门店等位区配置3D投影屏幕，就餐区采用**立体环绕投影**，打造沉浸式就餐体验；锅底选择采用**千人千味配锅机**，智能定制专属锅底；后厨采用**配菜机械臂**，将成品菜经过0-4度的冷链物流由中央厨房运送至门店，减少人工操作可能带来的食品安全问题；送、收餐过程均引入**机器人**，节省人力成本。智慧餐厅的核心在于**智慧后厨IKMS（Intelligent Kitchen Management System）系统**，通过此系统，海底捞可以对各个机器的运作情况、菜品的销售情况、库存、保鲜状态实时监控。

图8 智慧餐厅立体环绕投影

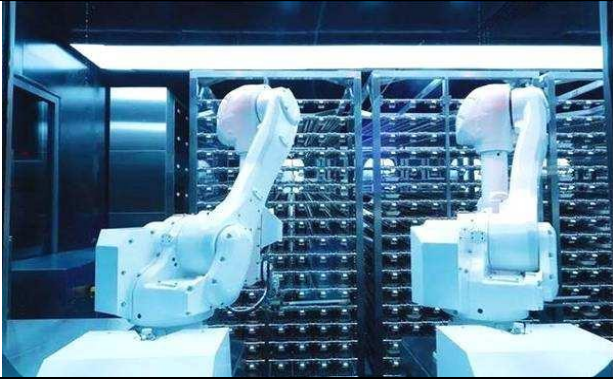


资料来源：百度图片，海通证券研究所

图9 智慧餐厅千人千味配锅机



资料来源：百度图片，海通证券研究所

**图10 智慧餐厅配菜机械臂**


资料来源: 百度图片, 海通证券研究所

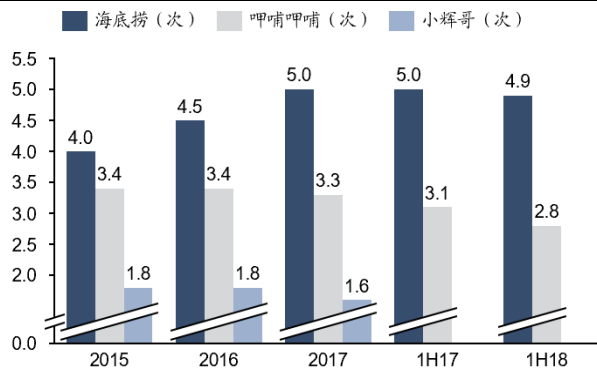
**图11 智慧餐厅送餐机器人**


资料来源: 百度图片, 海通证券研究所

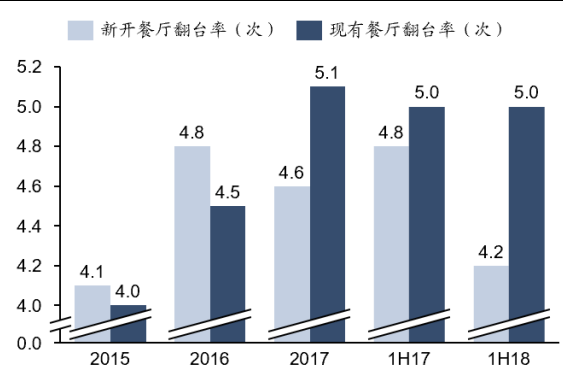
## 2.2 翻台率、运营利润率、同店增长全面领先

海底捞在餐厅层面的核心指标全面领先, 主要包括翻台率、餐厅层面运营利润率、同店销售额增长。①一般来说, 客单价越高的餐厅, 翻台率越低; 但海底捞 2017 年在近 100 元客单价的定位上, 做到了每天 5 次翻台率, 远高于竞争对手呷哺的 3.3 次/天和小辉哥的 1.6 次/天; ②由于运营成本相对固定, 受益于更高的翻台率带来强劲的收入端, 海底捞餐厅运营利润率也处于高位。海底捞 2017 年餐厅层面经营利润率 22.3%, 略低于呷哺 23.7%, 但远高于小辉哥 8.9%。③同店销售: 海底捞同店销售增速 2016-2017 年一直维持 14%左右的水平, 2018 上半年在行业普遍压力之下, 其同店增速仍有 6.4%。

**(1)翻台率:** 海底捞 2017 年在近 100 元客单价的定位上, 做到了每天 5 次翻台率, 远高于竞争对手呷哺的 3.3 次/天和小辉哥的 1.6 次/天。趋势上看, 海底捞的翻台率过去稳步增长, 综合翻台率从 2015 年 4 次/天已增长至 2017 年 5 次/天, 但 2018 上半年略降, 我们估计与近期新开店数量较多有; **①老店表现:** 2018 上半年翻台率与 2017 年同期保持稳定, 维持在 5 次/天; **②新开店表现:** 公司 2017 年新开的 98 家新餐厅, 于同期的翻台率达致每天 4.6 次; 而 2018 上半年新开的 71 家新餐厅在 2018 年上半年的翻台率每天 4.2 次主因大部分餐厅二季度开业仍处于启动上升周期。

**图12 海底捞翻台率远高于竞争对手**


资料来源: 海底捞招股书, 呷哺呷哺财报(2015-1H18), 龙辉国际控股重组报告书, 海通证券研究所

**图13 海底捞老店翻台率不断创新高**


资料来源: 海底捞招股书, 海通证券研究所

**表 8 顾客人均开支对比 (元)**

	2015	2016	2017	1H17	1H18
海底捞	92	95	98	97	100
同比增长 (%)		2.9	3.4		3.4
呷哺呷哺	47	48	48	47	52
同比增长 (%)		1.9	1.5		10.6
小辉哥	115	108	119		
同比增长 (%)		-5.8	9.9		

资料来源: 海底捞招股书, 呷哺呷哺等财报(2015-1H18), 海通证券研究所

**(2) 受益于更高的翻台率，海底捞餐厅运营利润率也处于高位。**海底捞 2017 年餐厅层面经营利润率 22.3%，略低于呷哺 23.7%，但远高于小辉哥 8.9%；但公司 2016 年餐厅经营利润率曾高达 25.6%，较 2015 年提升 6.9pct；2017-2018 上半年下降，我们判断主因海底捞近年来拓店较快的缘故。

**表 9 2015-2018 上半年海底捞、呷哺呷哺和辉哥火锅餐厅经营层面利润率对比**

	2015	2016	2017	1H17	1H18
海底捞餐厅	18.7%	25.6%	22.3%	22.6%	19.9%
呷哺呷哺餐厅	20.4%	23.4%	23.7%	24.9%	20.8%
辉哥火锅餐厅	12.4%	10.8%	8.9%		

资料来源：海底捞招股书，呷哺呷哺（2015-1H18），龙辉国际控股重组报告书，海通证券研究所

**(3) 同店销售增速。**2016-2017 年一直维持 14%左右，1H18 降至 6.4%。除了前期基数低，疲弱的消费环境，近年来公司开店较多也有影响，但该增速仍明显优于同业。随火锅衍生消费的产品与服务的拓展、近年来新开店逐步从培育到成熟，我们预计公司同店销售额增速有望提高。

**表 10 海底捞、呷哺呷哺同店销售额增速（%）**

	2016	2017	1H18
海底捞同店销售额增速（%）	14.1	14.0	6.4
呷哺呷哺同店销售额增速（%）	3.0	8.5	7.3

资料来源：呷哺呷哺财报（2015-1H18），海通证券研究所

### 3. “连住利益，锁住管理”：自下而上裂变式增长的核心

海底捞呈现在外的优势从顾客体验到餐厅层面优秀的运营指标，都来自于海底捞创立以来的服务理念“连住利益、锁住管理”，并将此全面渗透到公司内部及公司与第三方的关系（主要是供应商）。

**(1) 组织内部。**①**微观层面：**自下而上主要依靠师徒制深度捆绑员工与门店之间、门店与门店之间的利益，配合以强激励的薪酬及高度流动的晋升体系。“师徒制”极具调动性，为店长培养后辈提供了硬性的保障—师父无论在薪酬还是晋升的关键环节都受到其培养徒弟表现的深度影响，几乎共荣共损；②**管理上采用扁平化的组织架构：**内部设有 4 个组成部分，包括总部、教练、抱团小组及餐厅，餐厅直接向高级管理层汇报，使得公司在标准化和灵活性之间、管控与自主之间达到了最佳平衡。

**(2) 组织与第三方供应商之间的关系（产业链上下游的渗透）。**海底捞目前从火锅底料供应、食物等原材料、餐厅装修、人力资源管理和咨询均发展出独立的公司并逐步承接第三方业务，分别为：颐海国际、蜀海国际、蜀韵东方、微海咨询。

#### 3.1 扁平化管理，激励到位的薪酬体系，高度流通的晋升体系

##### 3.1.1 管理效率：组织架构扁平化

海底捞内部设有 4 个组成部分：总部、教练、抱团小组及餐厅，餐厅直接向高级管理层汇报，这种扁平化的管理系统在标准化和灵活性之间、管控与自主之间达到了最佳平衡—店长有足够的自由度及灵活性，而总部对餐厅管理关键环节也有了掌控。组织内部透明度极高，执行力增强，效率提升。

**(1) 总部。**总部主要管控餐厅管理的关键环节，包括供货商选择及管理、餐厅扩张战略，以及食品安全、法务、IT、财务。以上环节需要标准化管理能够提高效率，从而使得海底捞整体实现规模扩张。

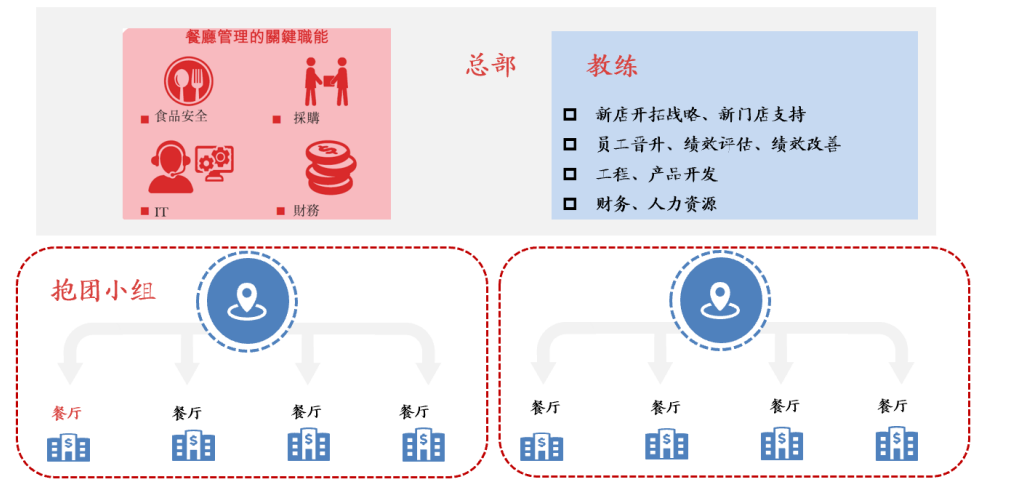
**(2) 教练。**海底捞目前共有 12 名教练，主要职责和权限包括就以下方面向餐厅提

供支持：①**新店开拓战略**（就选址及租赁谈判提供指引）；②**员工发展及晋升**（负责管理为大堂经理及后备店经理提供的海底捞大学培训计划）；③**绩效评估**；④**工程**：负责协调餐厅的装修及翻新工作；⑤**产品开发**：开发新的菜品并改进现有菜品；⑥**财务**：规划、组织及核算于监控我们的餐厅财务状况；⑦**绩效改善**：负责为 C 级餐厅提供指导（海底捞餐厅评估体系下，C 最最差级别）；⑧**新门店支持**：为新餐厅开设新餐厅进行监督及规划、餐厅工作人员培训以及为新店长提供综合指导；⑨**人力资源**：面试候选人、提供员工培训并与微海咨询联络以供人力资源所需。多数教练曾担任店长或拥有在餐厅工作的丰富经验，他们直接向首席运营官杨利娟女士报告。

**(3) 抱团小组**。海底捞在一个片区内餐厅与其邻近餐厅形成一个“抱团小组”，通常包括 5-18 家餐厅，通常存在师徒关系的门店为主。抱团小组内餐厅互帮互助，拓展及经营新店，并进行落后店辅导。抱团小组内餐厅因分布在同一地区，共享信息、资源，共同解决区域问题，从而通过自我管理，提高整体管理效率及透明度，实现区域由下至上的区域支持职能。目前海底捞正式成立 41 个抱团小组，涵盖超过 350 家餐厅。

**(4) 餐厅层面**。店长负责日常运营及员工考核及晋升，并挖掘有才能的徒弟成为店长；店长薪酬与餐厅的业绩挂钩，以激励其确保海底捞餐厅的质量。各餐厅通常配备约 100 至 150 名餐厅员工。

图14 海底捞扁平化组织



资料来源：海底捞招股书，海通证券研究所

### 3.1.2 激励到位的薪酬制度和高度流动的晋升体系

**薪酬体系**：(1) 店长的薪酬与其管理餐厅的盈利能力及其徒弟徒弟的餐厅挂钩，以鼓励他们培养更多有才能的店长。目前，海底捞店长薪资的激励部分为以下较高者：①其管理餐厅利润的 2.8%；或者②其管理餐厅利润的 0.4%；其徒弟管理餐厅利润的 2.8% 至 3.1%，视乎徒弟餐厅的位置而定；及其徒弟管理餐厅利润的 1.5%。

**测算举例**：以 2017 年单店销售额 5477 万元、餐厅平均的经营利润率 22.3% 测算，单店平均营业利润 1220 万元；以 25% 税率扣除所得税后，餐厅净利润水平约 915 万元。按照【方案 1】，店长将获得 26 万元的奖励薪资；按照【方案 2】，店长则可以获得来自自己餐厅盈利的 3.7 万元、来自徒弟餐厅盈利的 25.6 万元以及来自徒弟餐厅激励的 13.7 万元，合计 43 万元，从而取其高获得 43 万元，高于仅按照自己餐厅盈利的方案 1。

但以上仅 1 徒弟 1 徒孙，实际上海底捞抱团小组设置下，通常 1 个师父会有 1 个以上徒弟及徒孙，从而提成得到二次放大。表 12 假设某店长培养出 3 个徒弟、6 个徒孙的情景，且每人管理餐厅净利润为平均水平，则店长获得激励薪酬总计 163 万元。

(2) 员工薪酬体系：计件工资制度。根据执行的具体工作量计算，即从顾客进入餐厅到离开期间餐厅营运过程中的每项任务，例如服务的客人数量、清洗的餐具数量及送达的菜品数量。

**表 11 海底捞店长薪酬体系—举例 1**

	餐厅经营者	餐厅净利润 (万元)	提成比例	激励金额 (万元)	激励薪资合计 (万元)
方案 1	店长	915	2.8%	25.6	25.6
	店长	915	0.4%	3.7	
方案 2	店长徒弟	915	2.8%	25.6	43.0
	店长徒孙	915	1.5%	13.7	

资料来源：海底捞招股书，海通证券研究所

**表 12 海底捞店长薪酬体系—举例 2**

	餐厅经营者	徒弟徒孙数量	提成比例	激励金额 (万元)	激励薪资合计 (万元)
方案 1	店长		2.8%	25.6	25.6
	店长		0.4%	3.7	
方案 2	店长徒弟	3	2.8%	76.9	162.9
	店长徒孙	6	1.5%	82.4	

资料来源：海底捞招股书，海通证券研究所

**晋升：**海底捞员工可以从内部最底层职位晋升大部分店长及大堂经理，且有海底捞大学计划每次提供支持。提拔店长的步骤：(1) 选拔进入人才库。师父可以提名优秀徒弟入人才库并接受培训；(2) 晋升为大堂经理。通过考试并已在餐厅任职并胜任至少 10 个职务的徒弟可由店长推荐参加海底捞大学计划举办的培训课程，课程结束并通过评估晋升为大堂经理；(3) 晋升为店长。店长可提名徒弟参加海底捞大学举办的培训课程，且通过评估以成为店长。①视其师傅的餐厅表现当有合适新餐厅开业时，他们将获提拔为店长。②若未通过评估，则店长及其被提名人必须支付培训费用。③若店长未能通过绩效评估并被免除经理职位，则其师父及师爷将受到财务惩罚。**根据招股书 (2018 年 9 月 12 日)，截至最后实际可行日期，海底捞分别有 363 名现任店长及约 400 名后备店长，这是其能够保证后续开店速度的关键资源。**

### 3.2 产业链上下游渗透：底料、食材、装修、人力资源服务全涉猎

海底捞目前从火锅底料供应、食物等原材料、餐厅装修、人力资源管理和咨询均发展出独立的公司并逐步承接第三方业务，分别为：**颐海国际、蜀海国际、署韵东方、微海咨询**。(1) **颐海国际**：最初成立为海底捞火锅底料内部供货商，伴随公司扩张而逐渐增长，颐海集团扩张并开始向第三方经销商及客户供应产品 (2013-2015 年间进行重组后不再为海底捞成员公司)；(2) **蜀海国际**：自 2011 年起向供货商购买的需要加工、挑选、储存并运输至中国火锅餐厅的材料及产品提供加工、仓储及物流服务。2014.6 独立开放向第三方餐厅提供一站式供应链服务，包括食品仓储、物流及销售；(3) **署韵东方**：主营餐厅的室内装修及翻新提供装修工程管理服务；(4) **微海咨询**：主营人力资源管理及咨询服务。

**表 13 海底捞关联公司对应产业链环节及交易额占海底捞采购金额比重**

公司	供应链环节	2015	2016	2017	1H18
蜀海集团	提供仓库仓储服务及物流服务以及供应食材	55.1%	58.0%	59.8%	31.5%
颐海集团	供应海底捞定制产品、颐海零售产品及即食火锅产品	16.8%	18.5%	20.7%	16.0%
署韵东方	提供装修材料及翻新服务及装修、项目管理	2.5%	6.3%	77.1%	56.8%
微海咨询	提供人力资源管理及咨询服务	0.2%	4.4%	2.2%	2.0%

资料来源：海底捞招股书，海通证券研究所

**海底捞对关联公司收入的影响：**2015-2018 上半年期间，海底捞采购：①**蜀海集团** 食物等原材料交易金额分别为 14.4 亿元、18.5 亿元、26 亿元、10.5 亿元，占其收入约 89%、81%、72% 及 59% (占比下降主因海底捞通过与第三方公司订立购买协议而第三方供货商向蜀海集团交付产品，包括商品食材的采购、加工食材及物流服务，其中 2016-2017 年间海底捞向第三方物流公司支付服务费已达到 0.14 亿元、0.47 亿元)；②

颐海国际火锅底料等交易金额分别为 4.4 亿元、5.9 亿元、9 亿元、5.3 亿元，占其收入的 52%、54%、55%、53%；③蜀韵东方装修等服务交易金额分别为 0.22、0.32、4.3、3.8 亿元，分别占蜀韵东方于相关期间的总收入约 85%、94%、99% 及 98%；④微海咨询人力资源服务金额分别为 0.1、0.23、0.36、0.22 亿元，分别占微海咨询于相关期间的总收入的约 100%、91%、63% 及 48%。

表 14 海底捞关联公司交易额(百万元)

		2015	2016	2017	1H18
交易额	蜀海集团	1440	1847	2605	1050
	颐海集团	438	589	902	533
	蜀韵东方	22	32	434	384
	微海咨询	1	23	36	22
占供应商收入比重 (%)	蜀海集团	89	81	72	59
	颐海集团	52	54	55	53
	蜀韵东方	85	94	99	98
	微海咨询	100	91	63	48

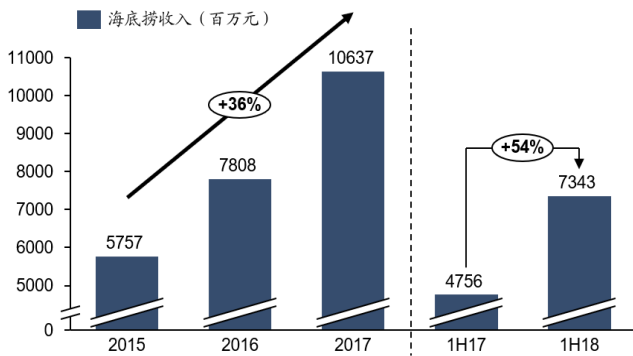
资料来源：海底捞招股书，海通证券研究所

## 4. 财务分析：高增长基础上延续高盈利回报

### 4.1 开店与收入：2015-17 年间收入 CAGR36%，1H18 增 54%

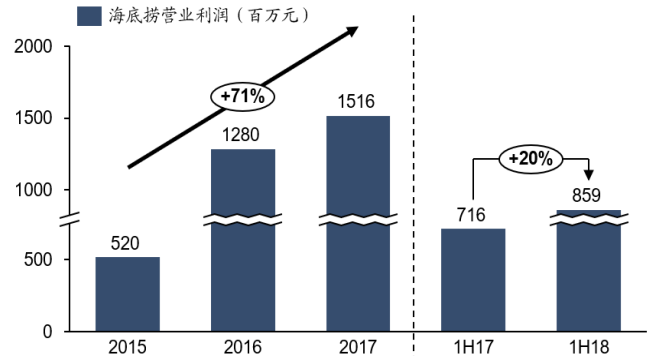
随门店进入扩张周期，其收入和利润增长进入快车道。收入和营业利润 2015-2017 年复合增速分别 36%和 71%，1H18 分别增长 54%和 20%。(1)收入：2015-2017 年收入分别为 57.6、78.1、106.4 亿元，CAGR 高达 36%；1H2018 同比增长 54%至 73.4 亿元；(2)归母净利润：2015-2017 年分别为 2.7、7.4、10.3 亿元，CAGR 高达 94% (剔除收购少数股东权益为 CAGR 为 71%)；1H2018 同比增长 52%至 6.5 亿元。

图 15 2015-2018 上半年海底捞收入及其增长情况



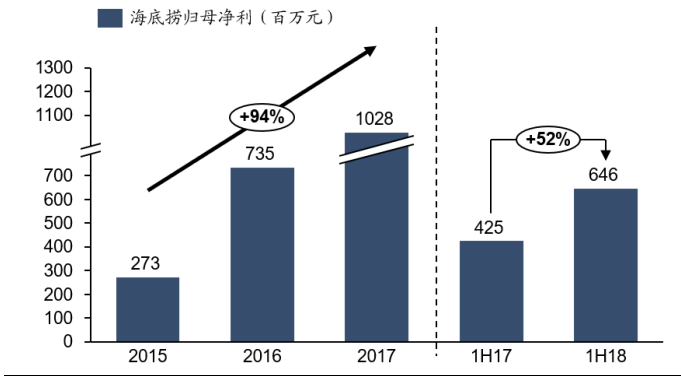
资料来源：海底捞招股书，海通证券研究所

图 16 2015-2018 上半年海底捞营业利润及其增长情况



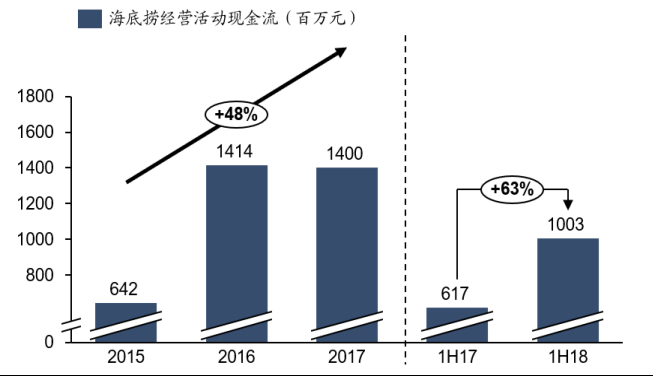
资料来源：海底捞招股书，海通证券研究所

图17 2015-2018上半年海底捞归母净利润及其增长情况



资料来源：海底捞招股书，海通证券研究所

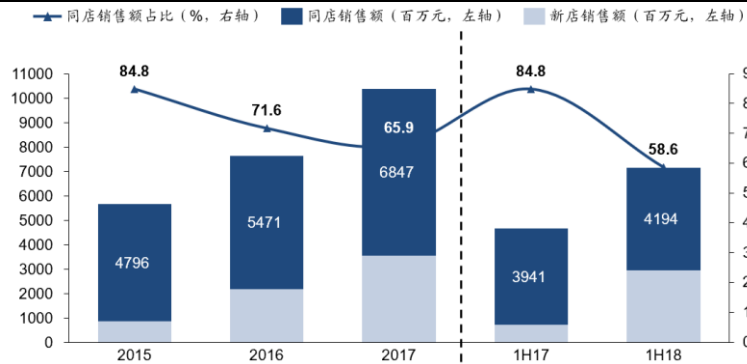
图18 2015-2018上半年海底捞经营活动现金流及其增长情况



资料来源：海底捞招股书，海通证券研究所

公司收入高速增长来自于优秀同店增长与快速高效开店的共同贡献。在第二部分详细阐述过：与翻台率等指标一致，公司同店销售额在2015-17年间保持高基数上高增长。2018上半年随着随着开店明显加快，（图19：由于近期开店加快，同店销售额在总销售额占比2018上半年仅58.6%），同店增速有所回落至个位数。

图19 海底捞2018上半年新店多致同店销售额占总销售额比极低



资料来源：海底捞招股书，海通证券研究所

此外，我们将净增店结构按线城市分拆并与同店增长对比发现：公司整体同店销售额增速回落主要受到二三线城市回落的影响（1H18一线城市同店销售额12%增速），而二三线城市在2015-17年期间：①同店增速甚至达到15%以上，②开店加快：2016-17年开店的结构中，二三线占比接近80%。（参见表15和表16）

表15 海底捞同店销售额增速 (%)

	2016	2017	1H18
同店销售额增速 (%)	14.1	14.0	6.4
一线城市 (%)	10.9	12.7	12.2
二线城市 (%)	16.6	14.5	4.2
三线及以下城市 (%)	12.2	16.3	6.3
内地以外 (%)	19.6	12.8	-2.8

资料来源：海底捞招股书，海通证券研究所

表16 海底捞2016-2017开店中二三线城市占比近80%

	净增店绝对值 (个)		净增店结构	
	2016	2017	2016	2017
净增店	30	97	100%	100%
一线城市	5	10	17%	10%
二线城市	12	37	40%	38%
三线城市	11	40	37%	41%
内地以外	2	10	7%	10%



资料来源:海底捞招股书,海通证券研究所

我们预计:未来随着这两年开店逐步从培育期走向成熟,特别是近期开店纳入同店范畴(年度同店口径为:报告期开业满360天的餐厅,而1H17和1H18的口径则为截止报告期开业满180天的餐厅),以及增加店内服务种类创收等手段(近期已推出海底捞啤酒,未来计划在等候区安装自动售货机,研发适合早餐和下午茶的菜品),同店增长有望提速。

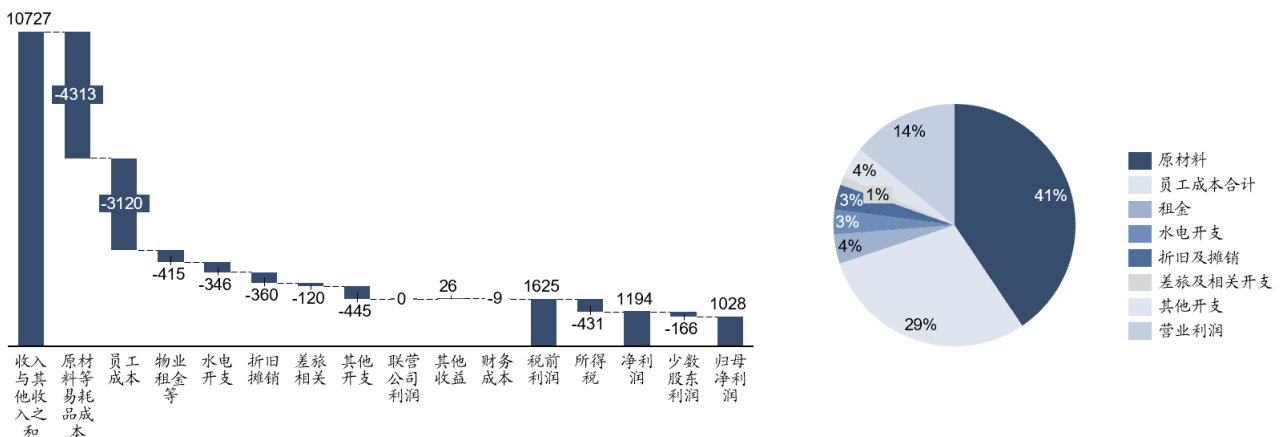
## 4.2 成本结构凸显品牌优势和核心竞争力

### 4.2.1 成本结构对比分析:租金占比远低于同行,高人力成本构筑核心壁垒

**成本结构。**餐饮公司主要运营成本包括食物等原材料成本、员工成本、租金、水电等公用事业开支、折旧和摊销。2017年海底捞收入106.4亿元,其中原材料成本、员工成本、租金、水电等公用事业开支、折旧和摊销各43亿元、31亿元、4亿元、3.5亿元、3.6亿元,占收入比重分别为41%、29%、4%、3%、3%。如表17所示,原材料成本占比呈现下降趋势,员工成本占比上升较快,其他近年来比重相对稳定。

对比其他火锅品牌呷哺呷哺和小辉哥,我们发现海底捞在餐厅租金上有明显优势。这一优势得益于:①高翻台率及强劲的收入水平;②品牌影响力,以及随之而来的导流能力使其得到业主的租金优惠(由于广受欢迎,海底捞不用依赖高端或昂贵的物业去维持高顾客人流);③良好的成本管控。

图20 海底捞2017年收入成本拆分(百万元)



资料来源:海底捞招股书,海通证券研究所

**表 17 2015-1H2018 海底捞、呷哺呷哺、小辉哥(龙辉国际)主要成本项结构对比**

		2015	2016	2017	1H17	1H18
原材料占比(%)	海底捞	45.2	40.7	40.5	41.0	41.8
	呷哺呷哺	38.9	35.4	37.1	35.0	37.0
	小辉哥	40.1	36.8	35.5		
员工成本占比(%)	海底捞	<b>27.3</b>	<b>26.2</b>	<b>29.3</b>	<b>29.2</b>	<b>30.0</b>
	呷哺呷哺	22.3	23.6	22.6	24.1	25.1
	小辉哥	22.8	24.9	26.2		
租金占比(%)	海底捞	<b>4.7</b>	<b>3.8</b>	<b>3.9</b>	<b>3.8</b>	<b>3.7</b>
	呷哺呷哺	13.5	12.9	12.0	12.7	12.5
	小辉哥	17.3	19.1	18.8	-	-
水电占比(%)	海底捞	3.8	3.4	3.3	3.1	3.5
	呷哺呷哺	4.2	3.9	3.6	3.5	3.4
	小辉哥	2.8	3.2	2.9		
折摊占比(%)	海底捞	4.2	3.7	3.4	3.4	4.0
	呷哺呷哺	4.9	4.1	4.1	4.3	4.6
	小辉哥	6.1	6.5	7.1		

资料来源:海底捞招股书,呷哺呷哺财报(2015-1H18),龙辉国际控股重组书,海通证券研究所

#### 4.2.2 品牌溢价贡献低单位面积租金,高坪效加强费用率优势

通过分解单位平米的租金与收入,我们发现其租金优势来源于两点:①**品牌溢价带来更低的单位租金和更久的免租期**(根据海底捞与呷哺呷哺的招股书,海底捞免租期一般在3个月以上,而呷哺呷哺一般为1个半月),②**更高的创收效率,即坪效更高,驱动实现更低的租金费用率。**

我们测算3家火锅品牌的单位平米租金发现:**海底捞每平米租金最低,每平米每月仅192元(6.4元/平米/日);其次为呷哺呷哺,每平米每月218元(7.3元/平米/日);小辉哥相对较贵,每平米每月259元(8.6元/平米/日)。(参见表18)**

**表 18 2017 年海底捞、呷哺呷哺、小辉哥单位平米租金测算**

	租金总成本(百万元)	平均餐厅数(家)	单店租金(万元)	单店平均面积(平米/家)	每平米租金(元/平米/月)
海底捞	415	225	185	800	<b>192</b>
呷哺呷哺	441	688	64	245	<b>218</b>
小辉哥	131	96	137	441	<b>259</b>

资料来源:海底捞招股书,呷哺呷哺财报(2015-1H18),龙辉国际控股重组书,海通证券研究所  
注:平均餐厅数和单店平均面积为2017年期末期初平均值

当然,租金高低与地段也有密切关系,我们同时考虑坪效。对比3家火锅品牌坪效指标,我们发现:**海底捞的坪效达到6.85万元的效率,远高于其他2家(呷哺呷哺为2.18万元/平米,小辉哥为1.54万元/平米)。**

**表 19 2017 年海底捞、呷哺呷哺、小辉哥坪效测算**

	单店平均收入(万元, 同店)	单店平均面积(平米)	坪效(万元/平米/年)
海底捞	5477	800	<b>6.85</b>
呷哺呷哺	534	245	<b>2.18</b>
小辉哥	680	441	<b>1.54</b>

资料来源:海底捞招股书,呷哺呷哺财报(2015-1H18),龙辉国际控股重组书,海通证券研究所

**坪效高于同行的背后离不开更高的翻台率和客单价。**我们将3家公司坪效、客单价、翻台率对比,且以海底捞为参照观察呷哺呷哺、小辉哥以上指标与其差距发现:呷哺呷哺坪效为海底捞的32%是由于其翻台率是海底捞66%叠加客单价仅海底捞一半;而小辉哥坪效之所以是海底捞的23%背后是翻台率仅为海底捞的32%(小辉哥客单价最高)。

表 20 2015-2017 年海底捞、呷哺呷哺、小辉哥主要成本项结构对比

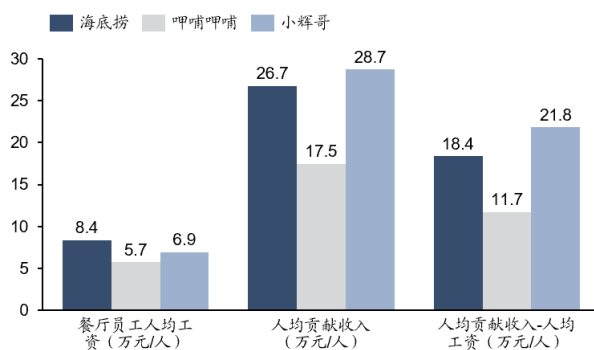
	2015	2016	2017
	坪效(万元/平米/年)	客单价(元/人)	翻台率(次/天)
海底捞	6.8	97.7	5.0
呷哺呷哺	2.2	48.4	3.3
小辉哥	1.5	119.0	1.6
占比分析(以海底捞为 100%)			
海底捞	100%	100%	100%
呷哺呷哺	32%	50%	66%
小辉哥	23%	122%	32%

资料来源:海底捞招股书,呷哺呷哺财报(2015-1H18),龙辉国际控股重组书,海通证券研究所

### 4.2.3 员工成本也是人力投入和竞争壁垒,海底捞人均创利最高

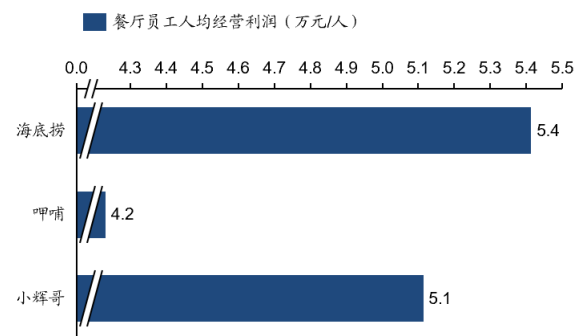
我们从投入产出角度更全面分析员工的投入及价值,引入餐厅收入、经营利润、员工数等指标,对比人均成本及人均创收和创利。结论是:①**虽然海底捞的人均工资和人工费用率最高,但餐厅员工的人均创收也高,人均创收与其所得薪资差额也较高**(次于小辉哥,高于呷哺):2017 年海底捞、呷哺呷哺、小辉哥餐厅员工的人均年工资各为 8.4、5.7、6.9 万元,而“人均创收-人均工资”各为 18.4、11.7、21.8 万元;②**从人均创利(餐厅经营利润)角度,海底捞第一:海底捞餐厅员工人均创利为 5.4 万元/年,小辉哥和呷哺呷哺餐厅员工人均创利各 5.1 万元和 4.2 万元。这反映对员工的重视和高投入是海底捞的重要核心竞争力,驱动实现高产从而实现在公司整体较高的经营效率和创利能力。**

图 21 海底捞、呷哺呷哺、小辉哥员工人均工资及收入(2017)



资料来源:海底捞招股书,呷哺呷哺 2017 年报,龙辉控股重组书,海通证券研究所

图 22 海底捞餐厅员工人均创造经营利润最高(2017)



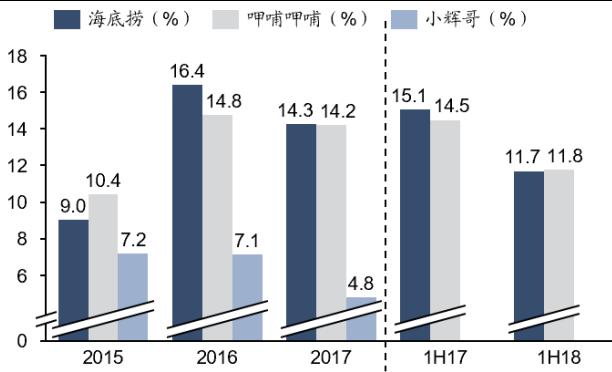
资料来源:海底捞招股书,呷哺呷哺 2017 年报,龙辉控股重组书,海通证券研究所

## 4.3 高利润率与高周转,投资回报率行业第一

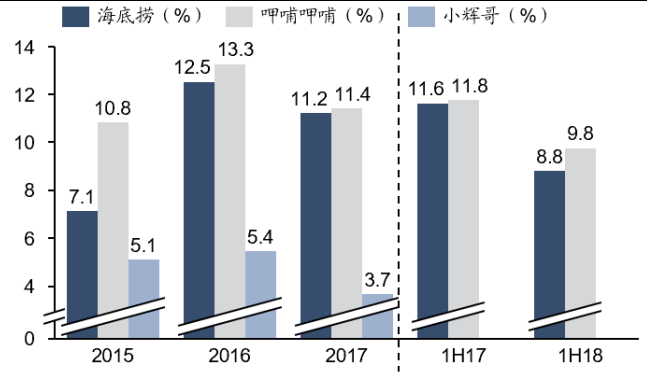
### 4.3.1 投资回报远超竞争对手:高基数持续提升

**新店的培育期和达到现金回报时间短。**①品牌效应带来高客流和高翻台率,新店收入爬坡较快;②租金优势显著。因此海底捞新店一般于约开业后 1-3 月内达到盈亏平衡,其于 2015-2016 年间大部分新开餐厅在 6-13 个月内实现现金投资回报。根据沙利文报告,主要的中餐品牌通常分别在开业后约 3-6 月达到盈亏平衡,在开业后 15-20 月内达到现金投资回报。

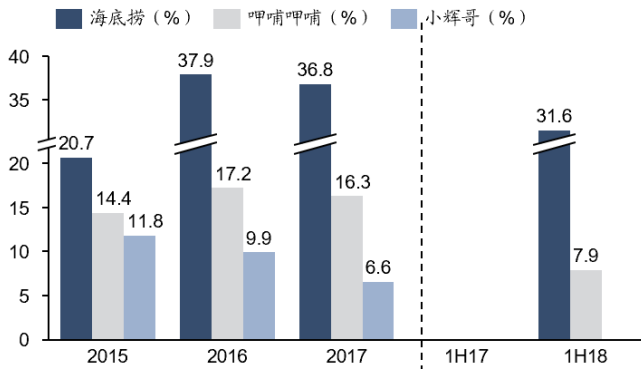
**公司整体销售利润率、投资回报率及现金创造水平同样远超竞争对手。**①**销售利润率:**海底捞历年来营业利润率和净利率均处于行业内较高水平,营业利润率略高于呷哺、净利率略低于呷哺(主要由于 2015-2017 年间海底捞存在一定比例少数股东利润,但于 2017 年 8 月已均收购处理)。②**资产回报率:**ROE 和 ROA 均处于高位。2015-2017 年的 ROA 分别为 20.7%、37.9%和 36.8%,ROE 在高位基础上持续提升,分别为 42%、87.8%和 110.4%。③**现金流:**EBITDA margin 及经营现金流/收入的比例也较为健康。

**图23 2015-2018上半年海底捞与呷哺、小辉哥营业利润率对比**


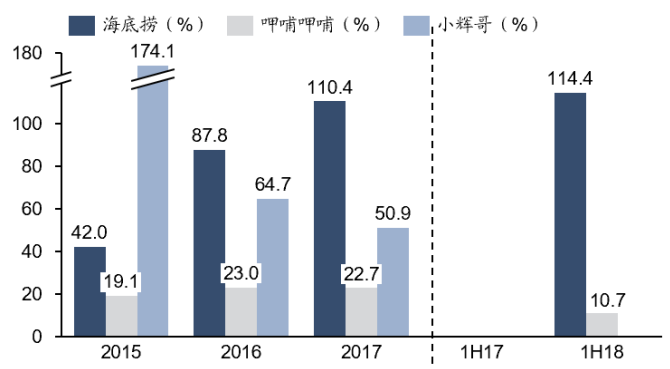
资料来源:海底捞招股书,呷哺呷哺和小辉哥财报(2015-1H18),海通证券研究所

**图24 2015-2018上半年海底捞与呷哺、小辉哥净利率对比**


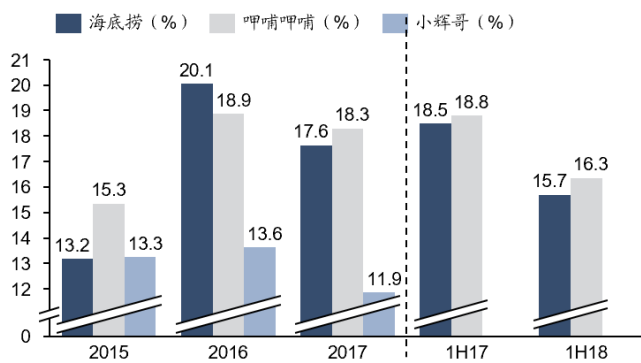
资料来源:海底捞招股书,呷哺呷哺和小辉哥财报(2015-1H18),海通证券研究所

**图25 2015-2018上半年海底捞与呷哺、小辉哥 ROA 对比**


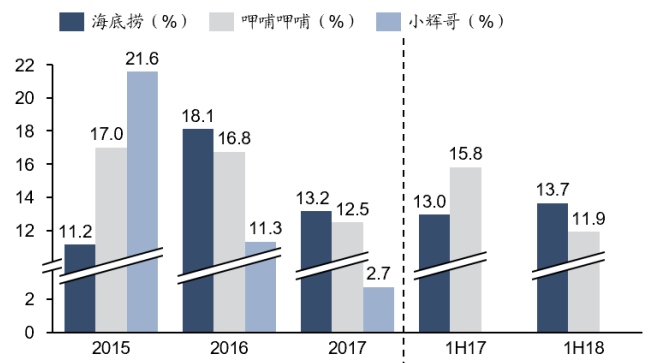
资料来源:海底捞招股书,呷哺呷哺和小辉哥财报(2015-1H18),海通证券研究所

**图26 2015-2018上半年海底捞与呷哺、小辉哥 ROE 对比**


资料来源:海底捞招股书,呷哺呷哺和小辉哥财报(2015-1H18),海通证券研究所

**图27 2015-2018上半年海底捞与呷哺等 EBITDA Margin 对比**


资料来源:海底捞招股书,呷哺呷哺和小辉哥财报(2015-1H18),海通证券研究所

**图28 2015-2018上半年海底捞与呷哺等现金流/收入对比**


资料来源:海底捞招股书,呷哺呷哺和小辉哥财报(2015-1H18),海通证券研究所

### 4.3.2 杜邦分析: 利润率行业前列、周转率远超同行

**ROE 分拆及对比。**分拆 ROE 主要要素,海底捞高 ROE 背后主要是高净利率(仅比呷哺呷哺略低一点)、行业第一的高周转率(2017 年海底捞、呷哺呷哺、小辉哥的总资产周转率分别为 2.8 次、1.4 次、1.8 次)和最佳的资本结构。

表 21 2015-2017 年海底捞、呷哺呷哺、小辉哥杜邦分析对比

		2015	2016	2017
ROE (%)	海底捞	42.0	87.8	110.4
	呷哺呷哺	19.1	23.0	22.7
	小辉哥	174.1	64.7	50.9
净利率 (%)	海底捞	7.1	12.5	11.2
	呷哺呷哺	10.8	13.3	11.4
	小辉哥	5.1	5.4	3.7
总资产周转率 (次)	海底捞	2.4	3.0	3.3
	呷哺呷哺	1.3	1.3	1.4
	小辉哥	2.7	2.0	1.8
权益乘数	海底捞	2.1	2.3	3.0
	呷哺呷哺	1.3	1.3	1.4
	小辉哥	12.7	5.9	7.7

资料来源: 海底捞招股书, 呷哺呷哺财报 (2015-1H18), 龙辉国际控股重组书, 海通证券研究所

进一步分析周转率指标发现: **海底捞存货周转率较同行非常高**。2015-2017 年间海底捞存货周转率各为 63.4、69.9、59.5 次, 而呷哺呷哺与小辉哥则在 20 次左右的水平, 行业平均水平则仅维持 10 次左右。我们前面提到其关联公司蜀海集团提供仓库仓储服务及物流服务以及供应食材、颐海国际为其供应火锅底料等, 从而提高其采购效率, 以及存货周转水平。

表 22 2015-2017 海底捞、呷哺呷哺、小辉哥周转率细分指标对比 (次)

		2015	2016	2017
存货周转率	海底捞	63.4	69.9	59.5
	呷哺呷哺	19.2	20.6	14.0
	小辉哥	22.3	22.5	22.5
	餐饮业行业均值	9.9	9.9	10.4
应收周转率	海底捞	4.7	6.6	10.2
	呷哺呷哺	56.5	37.1	27.9
	小辉哥	9.1	7.0	5.0
	餐饮业行业均值	10.4	9.5	6.8
固定资产周转率	海底捞	7.3	9.0	7.1
	呷哺呷哺	7.5	7.5	7.4
	小辉哥	1.6	1.7	2.0
	餐饮业行业均值	NA	NA	NA

资料来源: 海底捞招股书, 呷哺呷哺财报 (2015-1H18), 龙辉国际控股重组书, 海通证券研究所

同时, 我们分析颐海国际相关指标发现: **2015-2017 年间, 其成长性和盈利性表现也均维持高位**。①成长性方面, 收入在 2015-2017 三年间增速各为 70%、30%、51%; ②盈利性方面: 2015-2017 年间净利率各为 15%、17%和 16%, 而 ROE 则主要由于权益乘数的下降将趋势拉低, 从 2015 年 133%回归至 19%。

表 23 2015-2017 年颐海国际成长性和盈利能力均维持高位

成长性指标	2015	2016	2017
营业总收入 (百万元)	848	1098	1662
收入增速 (%)	70.0	29.5	51.4
EBIT (百万元)	167	254	362
增速 (%)	191.9	52.3	42.6
净利润 (百万元)	125	187	261
净利增速 (%)	193.0	49.9	39.6
盈利性指标			
ROE (%)	132.7	26.5	18.8
净利率 (%)	14.7	17.0	15.7
总资产周转率 (次)	1.9	1.1	1.0
存货周转率 (次)	5.94	5.75	7.44
应收账款周转率 (次)	22.69	16.77	16.74
固定资产周转率 (次)	6.95	9.28	11.22
权益乘数	4.2	1.1	1.2

资料来源: 颐海国际 2015-2017 年报, 海通证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测: 预计 2018-20 年 EPS 各 0.30 元、0.50 元、0.72 元

根据前文对公司同店增长的判断及开店假设 (**开店计划**: 公司计划 2018 年开店 180-220 家, 募投资金 60% 用于开店大约满足 390 家资本开支; 基于公司人才储备充足, 目前同店增长仍维持高位证明市场需求, 我们估计开店计划完成没有担忧。但谨慎考虑, 综合预计公司 2018-2020 年开店数量分别为 180 家、180 家、180 家, 对应净增店比例分别为 66%、40%、28%), 预计 2018-2020 年间海底捞收入分别增长 55%、63%、37% 至 165 亿元、268 亿元、368 亿元。

表 24 海底捞收入预测拆分

	1H17	1H18	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总收入 (百万元)	4756	7343	5757	7808	10637	16474	26789	36804
yoy (%)		54.4		35.6	36.2	54.9	62.6	37.4
餐厅经营收入	4676	7202	5784	7663	10412	16021	26160	35967
yoy (%)		54.0		35.1	36.0	54.2	63.3	37.5
外卖收入 (百万)	98	133	146	219	302	402	496	146
yoy (%)		36.5		97.3	49.7	38.0	33.0	23.5
销售调味品收入 (百万)	12	57	30	26	30	152	227	341
yoy (%)		391.4		-12.0	16.7	400.0	50.0	50.0

资料来源: 海底捞招股书, 海通证券研究所

分线级城市详细测算如下续表:

**表 25 海底捞餐厅收入分线城市城市拆分**

	1H17	1H18	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
一线城市餐厅收入(百万元)	1427	1800	2317	2714	2959	3844	5778	7362
yoy (%)		26.1		17.1	9.0	29.9	50.3	27.4
二线城市餐厅收入(百万)	2340	3468	2880	3776	5231	7841	12389	17180
yoy (%)		48.2		31.1	38.5	49.9	58.0	38.7
三线及以下城市餐厅收入(百万元)	636	1401	310	734	1518	3034	5954	8519
yoy (%)		120.2		136.5	107.0	99.8	96.2	43.1
内地以外餐厅收入(百万元)	273	532	277	439	703	1339	2100	2988
yoy (%)		95.2		58.5	60.2	90.3	56.9	42.3

资料来源:海底捞招股书,海通证券研究所

综合估算 2018-2020 年间归母净利润各 16.06 亿元、26.42 亿元、38.32 亿元,对应 EPS 各 0.30、0.50、0.72 元/股,分别同比增长 56.3%、64.5%和 45.0%。

**表 26 海底捞成本结构**

	1H17	1H18	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
原材料及易耗品成本(百万元)	1949	3066	2600	3179	4313	6919	11251	15274
yoy (%)		57.3		22.3	35.7	60.4	62.6	35.7
员工成本(百万元)	1391	2203	1572	2044	3120	4942	8037	11041
yoy (%)		58.4		30.1	52.6	58.4	62.6	37.4
物业租金及相关开支(百万元)	179	272	269	298	415	610	991	1362
yoy (%)		51.8		10.7	39.0	46.9	62.6	37.4
归母净利润(百万元)	425	646	273	735	1028	1606	2642	3832
yoy (%)		52.2		169.6	39.8	56.3	64.5	45.0

资料来源:海底捞招股书,海通证券研究所

## 5.2 估值: PE 结合 EV/EBITDA, 给予 19.84-22.68 港元合理价值区间

参考可比公司,2019 年彭博一致预期 EV/EBITDA 和 PE 估值倍数平均值分别为 16.9 倍和 30.5 倍;但同时考虑到海底捞过去 2 年收入和营业利润的 CAGR 高达 36%和 71% (且预测未来 3 年 CAGR 分别为 51%和 47%),而 9 家可比公司收入和营业利润 2015-2017 年间的复合增速平均为 3%和 17%,我们给予海底捞相对于可比公司一定程度的估值溢价,按 2019 年 35-40 倍 PE 估值倍数(并同时参考 25 倍 EV/EBITDA 估值):

**PE 估值:** 对应市值 925-1057 亿元人民币,对应合理价值区间 17.44-19.94 元人民币/股;按当前(20181205)港币/人民币汇率换算,合理价值区间 **19.84-22.68 港元**,给予“优于大市”评级。

**EV/EBITDA 估值:** 对应 EV1058 亿元人民币,扣除 5.8 亿元净负债,对应市值 1052 亿元,对应合理价值 19.86 元人民币/股(22.58 港元/股)。

**表 27 PE 结合 EV/EBITDA, 给予 19.84-22.68 港元合理价值区间**

	2017	2018E	2019E	2020E	合理市值 1 (2019,百万元)	合理价值 (人民币)
EBITDA(百万元)	1876	2575	4233	6073		
归母净利润(百万元)	1028	1606	2642	3832		
PE(倍)		35			92457	<b>17.44</b>
PE(倍)		40			105666	<b>19.94</b>
EV/EBITDA(倍)		25			105237	<b>19.86</b>

资料来源:Wind,海通证券研究所

可比公司估值如下:

**表 28 海外可比公司 PE 和 EV/EBITDA 估值 (倍)**

代码	公司	市值 (亿美元、亿港元)	股本 (百万股)	收盘价 (美元、港币)	EV/EBITDA (倍)	PE (倍)
DPZ.N	达美乐比萨	111	42	266	20	28
PZZA.O	棒约翰	14	32	46	15	31
CMG.N	墨式烧烤	130	28	470	19	40
MCD.N	麦当劳	1426	771	185	16	23
SBUX.O	星巴克	827	1241	67	14	25
YUM.N	百胜餐饮	283	312	92	18	24
YUMC.N	百胜中国	135	379	35	9	22
SHAK.N	SHAKE SHACK	18	37	49	23	68
00520	呷哺呷哺	123	1076	11	8	14
<b>均值</b>					<b>16.9</b>	<b>32.5</b>
<b>中值</b>					<b>17.0</b>	<b>24.5</b>

资料来源: 估值指标均为 Bloomberg 2019 年一致预期对应 EBITDA 及净利测算, 海通证券研究所  
 注: 以 2018 年 12 月 6 日收盘价计算; 呷哺呷哺市值单位为亿港元, 收盘价单位为港币

可比公司收入和净利增长情况:

**表 29 海底捞与海外可比公司收入和利润增速对比 (百万美元, %)**

公司	归母净利润				收入				营业利润				经营性现金流			
	2015	2016	2017	CAGR	2015	2016	2017	CAGR	2015	2016	2017	CAGR	2015	2016	2017	CAGR
达美乐	193	215	278	20%	2217	2473	2788	12%	405	454	521	13%	292	287	339	8%
棒约翰	76	103	102	16%	1637	1714	1783	4%	136	154	151	5%	160	144	135	-8%
墨式烧烤	476	23	176	-39%	4501	3904	4476	0%	777	58	284	-40%	683	349	467	-17%
麦当劳	4529	4687	5192	7%	25413	24622	22820	-5%	7355	7820	8390	7%	6539	6060	5551	-8%
星巴克	2757	2818	2885	2%	19163	21316	22387	8%	3351	3854	3897	8%	3749	4575	4174	6%
百胜餐饮	1293	1619	1340	2%	13105	6366	5878	-33%	2000	1505	1688	-8%	2139	1204	1030	-31%
百胜中国	323	502	403	12%	6909	6752	7144	2%	513	647	759	22%	910	864	884	-1%
SHAKE SHACK	-9	12	0	-81%	191	268	359	37%	7	28	34	125%	41	54	71	31%
<b>均值</b>				-7.6%				3.1%				16.6%				-2.6%
<b>中值</b>				4.7%				3.0%				7.3%				-4.7%
<b>海底捞 (百万美元)</b>	<b>273</b>	<b>735</b>	<b>1028</b>	<b>94%</b>	<b>5757</b>	<b>7808</b>	<b>10637</b>	<b>36%</b>	<b>520</b>	<b>1280</b>	<b>1516</b>	<b>71%</b>	<b>642</b>	<b>1414</b>	<b>1400</b>	<b>48%</b>

资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

## 6. 风险提示

宏观层面: 宏观经济下滑风险。

行业层面。①食品安全风险; ②来自呷哺、凑凑等小火锅的竞争分流: 我们看到行业内领先的选手呷哺呷哺近年来不仅开发了中高端副牌“凑凑”, 而且对核心品牌“呷哺”持续进行升级改造, 竞争优势突出。

个股层面。①**门店扩张不达预期**: 我们担心下沉渠道的目标城市是否有足够市场, 且截止 2018 年 9 月 12 日公司最新净增店 90 家, 距离全年目标 180-220 家风险; ②**同店销售增速下滑**: 随着 GDP 增速的放缓, 我们担心 2016-17 年期间 10% 以上同店增速无法持续。



## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>10637.17</b>	<b>16474.20</b>	<b>26789.20</b>	<b>36804.02</b>
每股收益	NA	0.30	0.50	0.72	原材料及易耗品成本	4313.23	6919.16	11251.47	15273.67
每股净资产	NA	0.35	0.59	0.92	占收入比重%	40.55%	42.00%	42.00%	41.50%
每股经营现金流	NA	0.39	0.65	0.95	员工成本	3119.70	4942.26	8036.76	11041.21
每股股利	NA	0.16	0.27	0.39	占收入比重%	29.33%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>价值评估 (倍)</b>					物业租金及相关开支	414.86	609.55	991.20	1361.75
P/E	NA	50.42	30.66	21.14	占收入比重%	3.90%	3.70%	3.70%	3.70%
P/B	NA	43.27	26.12	16.58	水电开支	348.58	571.31	910.83	1214.53
P/S	7.61	4.92	3.02	2.20	占收入比重%	3.28%	3.47%	3.40%	3.30%
EV/EBITDA	49.41	35.99	21.90	15.26	EBIT	1633.66	2196.75	3578.40	5151.66
股息率 (%)		1.06%	1.74%	2.53%	财务费用	8.61	8.61	8.61	8.61
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.08%	0.05%	0.03%	0.02%
毛利率	59.45%	58.00%	58.00%	58.50%	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润率	9.66%	9.75%	9.86%	10.41%	投资收益	0.48	10.41	10.41	10.41
净资产收益率	110.45%	108.57%	106.25%	95.97%	<b>营业利润</b>	<b>1624.57</b>	<b>2177.73</b>	<b>3559.37</b>	<b>5132.64</b>
资产回报率	36.83%	32.02%	32.96%	32.31%	营业外收支	26.06	30.00	30.00	30.00
投资回报率	77.50%	72.95%	70.45%	67.97%	<b>利润总额</b>	<b>1650.63</b>	<b>2207.73</b>	<b>3589.37</b>	<b>5162.64</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	1876.21	2575.26	4232.69	6072.66
营业收入增长率	36.24%	54.87%	62.61%	37.38%	所得税	430.71	579.86	928.14	1311.48
EBIT 增长率	20.65%	34.47%	62.89%	43.97%	有效所得税率%	26.09%	26.26%	25.86%	25.40%
净利润增长率	39.81%	56.28%	64.46%	45.05%	少数股东损益	166.50	2.00	0.00	0.00
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>1027.85</b>	<b>1606.28</b>	<b>2641.64</b>	<b>3831.57</b>
资产负债率	70.8%	50.3%	47.8%	44.6%					
流动比率	0.56	0.80	0.98	1.21	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
速动比率	0.52	0.72	0.90	1.13	货币资金	282.03	183.05	899.37	2587.58
现金比率	0.11	0.06	0.20	0.42	应收款项	941.83	1626.92	2643.90	3634.81
<b>经营效率指标</b>					存货	95.00	230.92	381.24	517.15
应收帐款周转天数	35.75	35.75	35.75	35.75	其它流动资产	142.72	462.00	600.60	780.78
存货周转天数	6.14	5.83	5.93	5.90	流动资产合计	1461.58	2502.89	4525.11	7520.31
总资产周转率	3.28	3.28	3.34	3.10	长期股权投资	4.48	9.69	9.69	9.69
固定资产周转率	7.08	5.93	6.40	6.68	固定资产	2085.43	3521.25	4911.21	6191.75
					其他非流动资产	173.60	243.97	243.97	243.97
					无形资产	10.62	31.88	31.88	31.88
					非流动资产合计	2274.13	3806.78	5196.74	6477.28
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>资产总计</b>	<b>3735.71</b>	<b>6309.67</b>	<b>9721.86</b>	<b>13997.60</b>
净利润	1194.34	1608.28	2641.64	3831.57	短期借款	347.76	1094.24	1422.51	1849.27
少数股东损益	166.50	2.00	0.00	0.00	应付账款	1961.79	1671.38	2691.23	3711.31
非现金支出	359.84	555.05	898.90	1267.70	预收账款	106.29	1637.47	2461.92	3529.65
非经营收益	-5.98	30.00	30.00	30.00	其它流动负债	168.72	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-110.29	-132.46	-147.45	-106.75	流动负债合计	2584.57	4403.09	6575.67	9090.22
<b>经营活动现金流</b>	<b>1604.41</b>	<b>2062.87</b>	<b>3423.09</b>	<b>5022.53</b>	长期借款	9.46	12.29	15.98	20.77
资产	-1234.70	-1582.09	-1575.41	-1566.73	其它长期负债	17.25	22.43	29.15	37.90
投资	-319.99	151.81	151.81	151.81	非流动负债合计	26.71	34.72	45.13	58.68
其他	-10.17	46.95	46.95	46.95	<b>负债总计</b>	<b>2611.27</b>	<b>4437.81</b>	<b>6620.80</b>	<b>9148.90</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1564.86</b>	<b>-1383.33</b>	<b>-1376.65</b>	<b>-1367.97</b>	实收资本	0.11	0.11	0.11	0.11
债权募资	474.14	82.33	82.33	82.33	普通股股东权益	1089.09	1836.51	3065.71	4848.59
股权募资	0.11	-858.85	-1412.45	-2048.68	少数股东权益	35.24	35.24	35.24	0.00
其他	-369.30	0.00	0.00	0.00	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>3735.71</b>	<b>6309.67</b>	<b>9721.86</b>	<b>13997.60</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>104.94</b>	<b>-776.53</b>	<b>-1330.12</b>	<b>-1966.36</b>					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 6 日

资料来源: 公司年报 (2017), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

汪立亭 批发和零售贸易行业 社会服务行业  
陈扬扬 社会服务行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 锦江股份,当代明诚,美高梅中国,凯撒旅游,首旅酒店,众信旅游,中国国旅,峨眉山 A,中青旅,宋城演艺

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长  
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

### 宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com  
李金柳(021)23219885 ljll11087@htsec.com  
联系人  
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com  
联系人  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
薛涵(021)23154167 xh11528@htsec.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com  
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com  
联系人  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com  
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com  
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com  
联系人  
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com  
周旭辉 zhx12382@htsec.com  
联系人  
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

### 中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com  
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
联系人  
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com  
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com  
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱建军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
联系人  
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com  
联系人  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com  
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com  
梁广楷 010 56760096 lgk12371@htsec.com

### 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
联系人  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

### 公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
联系人  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
联系人  
史岳 sy11542@htsec.com  
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com  
谢茂莹 xmx12344@htsec.com

### 互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
许樱之 xyz11630@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com  
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
联系人  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

### 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
联系人  
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com  
联系人  
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

<b>电子行业</b> 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 联系人 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛 02123219760 wt12363@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
<b>基础化工行业</b> 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	<b>通信行业</b> 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 l yj12399@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zh11756@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 z xj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf h12225@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦 myq12354@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
<b>军工行业</b> 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	<b>银行行业</b> 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 联系人 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 联系人 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

## 研究所销售团队

### 深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com  
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com  
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com  
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com  
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com  
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com  
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com  
 宗亮 zl11886@htsec.com  
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

### 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com  
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com  
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com  
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com  
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com  
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com  
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com  
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com  
 马晓男 mxn11376@htsec.com  
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com  
 张思宇 zsy11797@htsec.com  
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com  
 王朝领 wcl11854@htsec.com  
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com  
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com

### 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com  
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com  
 吴尹 wy11291@htsec.com  
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com  
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com  
 杜飞 df12021@htsec.com  
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com  
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com  
 李婕 lj12330@htsec.com  
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：（021）23219000  
传真：（021）23219392  
网址：www.htsec.com