

2018年7月

消费行业深度报告



厚积薄发，连锁提速

——火锅龙头海底捞的进击之路

霍健

Email: jhuo@hzinsights.com

Tel: 13426493675

李春锐

Email: crli@hzinsights.com

Tel: 13916985035

弘则弥道（上海）投资咨询有限公司

· 科技 · 能源制造 ◆ 消费传媒 · 医疗健康

核心观点提示

- 火锅是中式餐饮第一大品类，占比接近14%，2017年我国火锅餐厅市场规模达到4362亿元，同比增长超过10%。火锅餐厅市场集中度低，2017年CR5约5%-6%，海底捞作为第一大火锅连锁品牌2017年市占率也仅有2.2%。自2015年起火锅餐厅行业的连锁化经营开始提速，典型代表有海底捞、呷哺呷哺、德庄、小龙坎等，均出现了加速开店的情况，主要是因为：1）火锅是中式餐饮中最易于标准化和规模化的品类；2）我国购物中心在过去2-3年数量有所爆发，而以火锅为代表的餐饮业态在购物中心中的占比逐年提高，已经成为商场引流的主要选择；3）由于部分消费业态受地产放缓拖累，此消彼长下火锅餐厅的投资模型更具吸引力。
- 在众多竞争对手中，我们更看好海底捞进一步抢占市场份额并脱颖而出，主要是因为：1）食材采购方面，海底捞（蜀海集团）的采购成本低于同行10%以上，部分品类如牛羊肉等可做到海外直采，且蜀海集团的7大中央厨房在鲜食处理加工能力上强于其他火锅连锁；2）蜀海集团在全国拥有13大物流中心，在仓储和配送能力上是现有海底捞门店需求的数倍；3）基于以顾客满意度为核心KPI的考核体系以及师徒制对于员工工作积极性的调动及公司文化传承，海底捞的门店服务达到极致水平，运营数据也远超同行，2017年单店年营收超过5000万元，是呷哺呷哺的10倍左右，平均翻台率5次/日，同店增长可达14%。海底捞2017年实现营收106.37亿元，净利润11.94亿元，分别同比增长36%和22%左右，预计2018年新开店180-220家，开店速度加速至70%以上，我们认为海底捞现有的供应链完全能够支撑公司的加速扩张，但在店长人才储备方面会面临一定挑战。
- 作为海底捞上游的火锅底料供应商，颐海国际也将受益于海底捞的加速扩张（关联方海底捞贡献的营收占比在55%左右）。此外，基于“海底捞”的品牌背书，以及作为海底捞独家火锅底料供应商积攒下来的产品优势，颐海国际目前正在进行渠道变革，加速渠道下沉发力第三方业务，抢占市场份额。与此同时，颐海国际也在加速进行品类扩张，如推出自加热小火锅、佐餐酱等泛火锅产品以进一步打开第三方业务成长空间。我们看好颐海国际在已有产品力+品牌力的基础上，通过加速渠道下沉逐步提升渠道力，并结合品类扩张成长为火锅调味料和中式复合调味料行业的龙头。在上述逻辑的支撑下，2018年上半年颐海国际的第三方业务迅速爆发，营收增速超过100%，关联方海底捞贡献的营收增速则在20%-25%左右。预计2018年全年，颐海国际的净利润增长超过65%。

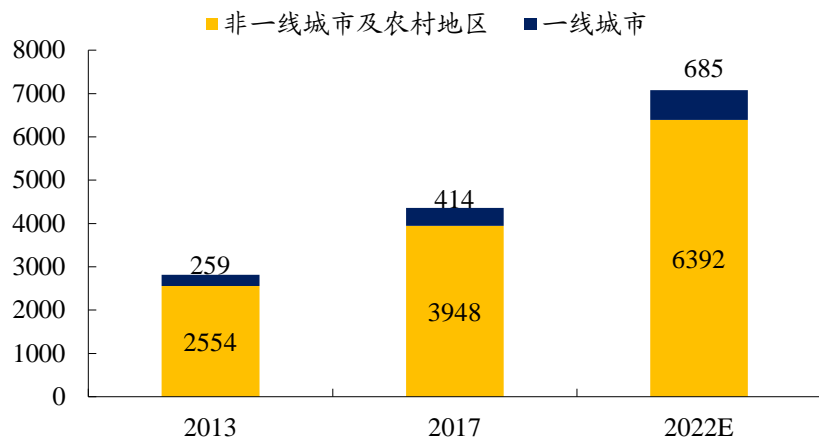


01

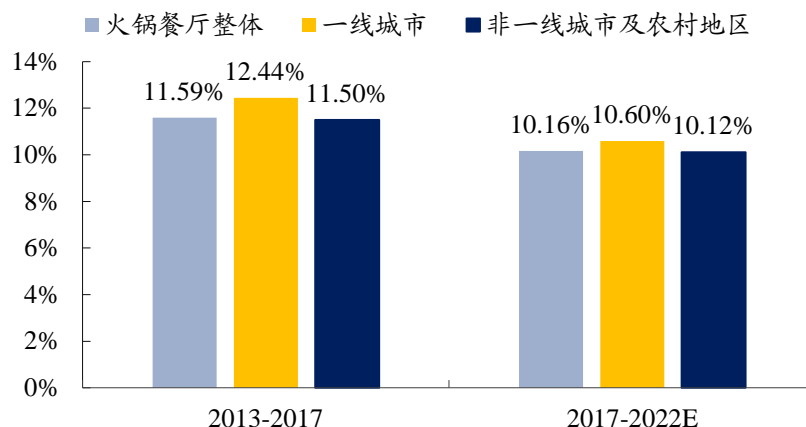
火锅餐饮行业：中式餐饮第一大品类，2015年以来连锁化显著提速

一线城市和非一线城市及农村地区的市场规模对比为1:9，一线城市增速略快于非一线城市，但差别不大

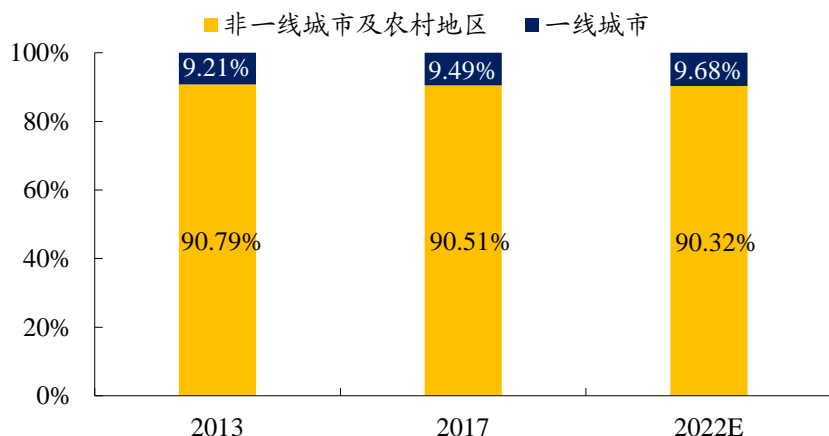
不同线级城市火锅餐厅市场规模（亿元）



不同线级城市火锅餐厅市场规模复合增速



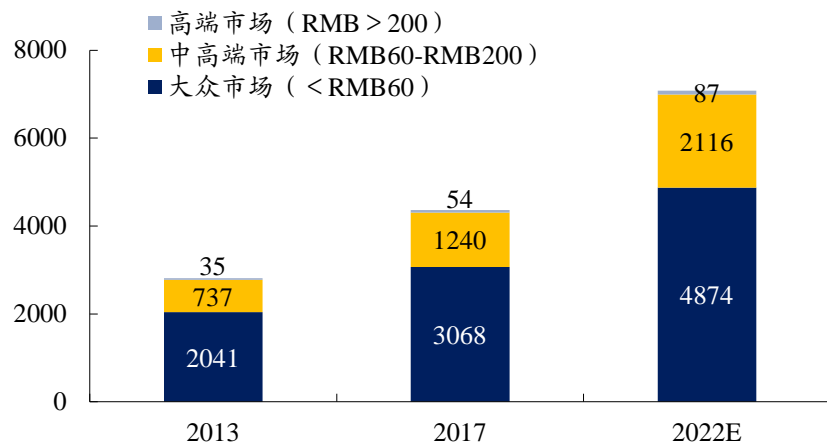
不同线级城市火锅餐厅市场规模占比



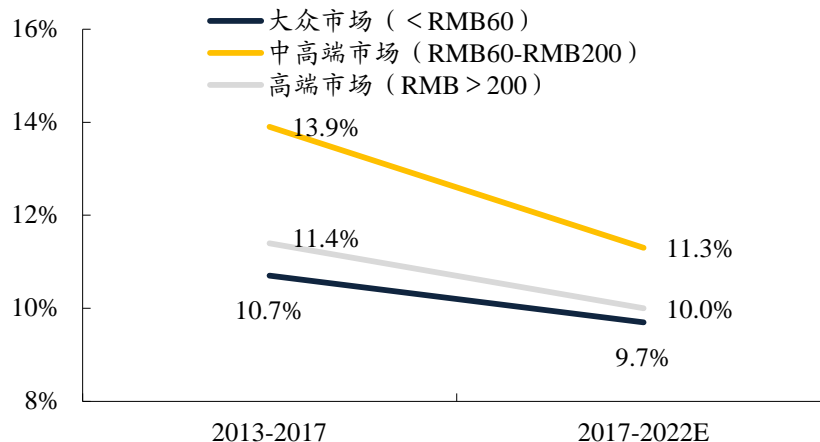
我国火锅餐厅市场中一线城市占比近10%，且增速略微快于非一线城市及农村地区。2013-2017年期间一线城市市场复合增速达到12.44%，主要由于一线城市居民收入逐渐增长及生活节奏日益加快，居民外出就餐的需求不断增加，这一趋势持续推动一线城市火锅餐厅市场的增长，预计2017-2022年复合增速约10.6%。非一线城市及农村地区市场规模受一线城市外出用餐文化的影响，以及城镇化和居民收入的提高，增长潜力巨大。整体来看，火锅作为大众消费品在不同线城市之间的需求增速差别不大。

人均消费低于60元的大众火锅市场份额最高在70%左右，但人均消费60-200元的中高端火锅市场增长最快

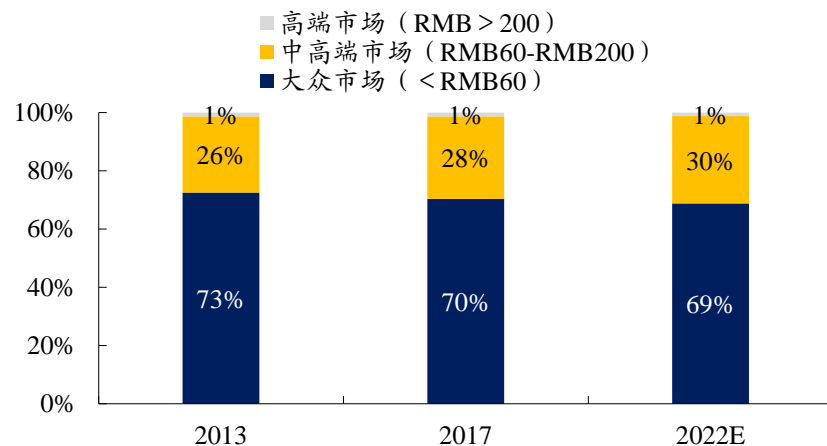
不同消费层级火锅餐厅市场规模（亿元）



不同消费层级火锅餐厅市场规模复合增速



不同消费层级火锅餐厅市场规模占比



从消费层级来看，人均消费金额在60元以下的大众市场是主流，2017年占比约在70%左右，人均消费在60元-200元的中高端市场2017年占比约28%。城镇化及消费升级是推动中高端火锅餐厅市场增长的主要动力，在此背景下消费者拥有更高的消费能力，更为重视食材品质和用餐环境是否舒适等因素。因此中高端市场的复合增速最快，2013-2017年的复合增速为13.9%，预计2017-2022年复合增速约11.3%，市场规模将进一步扩大。

火锅是中式餐饮中最易于标准化、规模化和连锁化经营的品类

火锅餐饮易于标准化

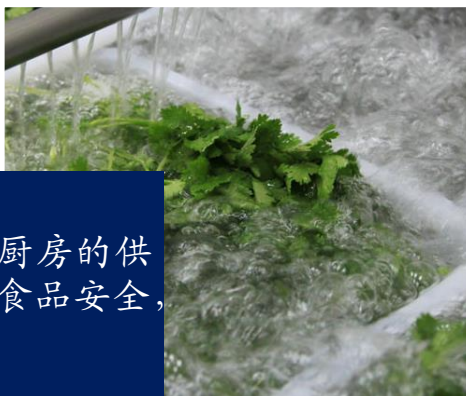
底料、食材、蘸料均可
标准化规模供应，对厨
师依赖度低，降低门店
操作难度



原材料集中采购/自建原
材料生产基地，降低原
材料成本并保证食材品
质



建立带有中央厨房的供
应链体系保证食品安全，
食材可溯源



底料、食材的标准化供
应，保证火锅餐饮企业
向异地快速复制



火锅餐饮细分品类繁多，辣味的成瘾性使得川式火锅成为最受欢迎的品类，市场占比约64%

火锅餐饮的各大细分品类

北方火锅	川式火锅	粤系火锅	云贵系火锅	江浙系火锅	其他地方特色火锅	海外火锅
老北京铜锅涮肉	重庆火锅	海鲜火锅	菌菇火锅	菊花暖锅	冻肉椰子鸡火锅	印尼咖喱火锅
内蒙肥羊火锅	鱼头火锅	钙骨火锅	酸汤鱼火锅	三鲜暖锅	湘西狗肉火锅	日式火锅
东北酸菜白肉火锅	串串香火锅	粥底火锅	腊排骨火锅	什锦暖锅	湖北野味火锅	韩式火锅
山东肥牛火锅	毛肚火锅	豆捞火锅	黑山羊火锅		台湾一人锅	瑞士奶酪火锅
羊蝎子火锅		潮汕牛肉火锅	滇味火锅			
		猪肚鸡火锅				

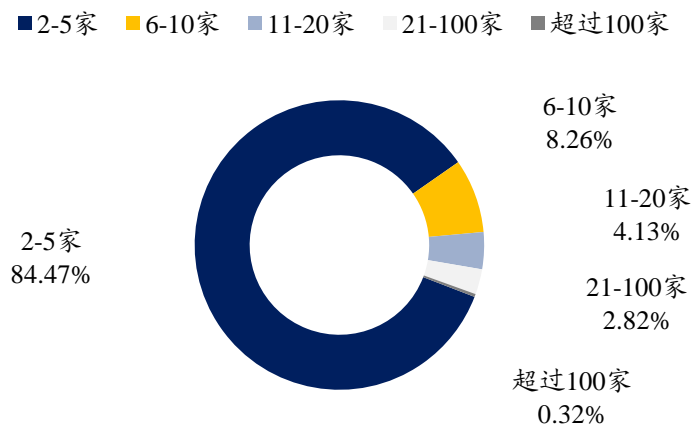
火锅餐饮商家寻求差异化定位，细分品类众多，新品类流行的生命周期大约在4-5年，目前有缩短的趋势，较为极端的例子如潮汕牛肉火锅的生命周期仅仅才一年。受益于辣味的成瘾性，以麻辣口味闻名的川式火锅一直是火锅餐饮品类的主流，2017年按收入计约占火锅餐厅市场的64%左右，以北京、山东火锅为代表的北方系和以海鲜、牛肉等火锅为代表的粤系是另外两类占比较大的火锅细分品类。在川式火锅这一品类中，近几年增长较快的是单品类火锅，例如毛肚火锅、串串香、酸菜鱼火锅等，主打单一品类火锅，相较于传统火锅店，差异化和个性化特征更加明显。

火锅餐厅市场集中度低，2017年CR5在5%-6%左右，海底捞作为第一大火锅连锁品牌2017年市占率也仅有2.2%

火锅餐厅行业竞争格局（市场份额按境内收入计）

排名	餐饮集团	市场份额			2017					
		2015	2016	2017	境内收入同比增速（%）	餐厅数量	每间餐厅年度收入（万）	翻台率	年度客流量（万人）	每位顾客平均消费（元）
1	海底捞	1.5%	1.8%	2.2%	34.4%	254	3820	5	10260	94.6
2	公司C	0.9%	0.8%	0.8%	18.2%	440	900	3	7000	60
3	呷哺呷哺	0.6%	0.7%	0.8%	28.6%	760	500	4	7400	50
4	公司F	0.8%	0.7%	0.7%	13.3%	550	600	3	4100	80
5	公司G	0.7%	0.6%	0.7%	26.9%	560	600	2	3700	90

连锁火锅餐厅数量占比



2017年火锅餐厅共有60多万家，如果将开店数量在2家以上的火锅餐厅统计为连锁火锅餐厅，则2017年连锁火锅餐厅数量共有3万多家，其中开店数量超过100家以上的餐厅仅占0.32%，火锅餐厅行业市场高度分散。

按照境内收入统计，2017年火锅餐厅市场CR5在5%-6%左右，第一大火锅品牌海底捞2017年市占率仅约2.2%，单间餐厅年度收入远超同类企业，是行业第二位的4倍，年度客流量超过1亿人次。按照全球收入计，海底捞是2015-2017年全球最大的中式餐饮公司，占全球0.2%的市场份额。

从2015年起火锅餐厅行业的连锁化经营开始提速，典型代表有海底捞、呷哺呷哺、德庄、小龙坎等

各主要火锅品牌近几年门店数量变化情况

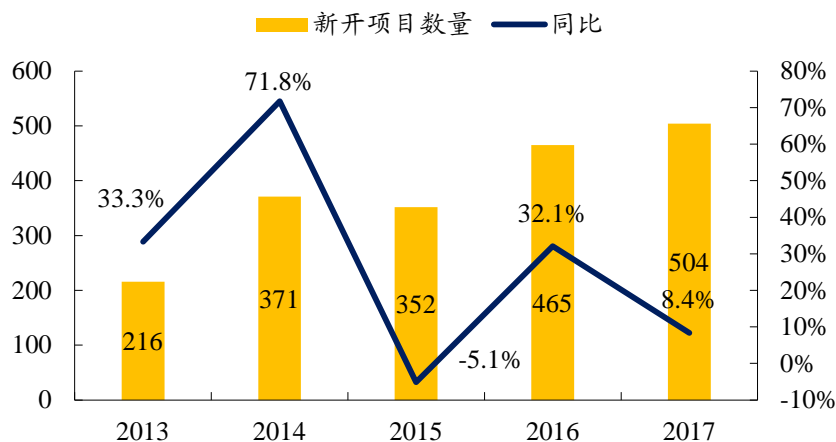
	开店模式	2015	2016	2017	2018目标
小龙坎	直营+加盟	-	100+	700+	1000+
海底捞	直营	146	176	273	450+
德庄	直营+加盟	-	-	600+	1000+
呷哺呷哺	直营	552	639	738	838+

我们观察到从2015年开始，火锅餐厅行业开始出现连锁化经营加速的趋势：

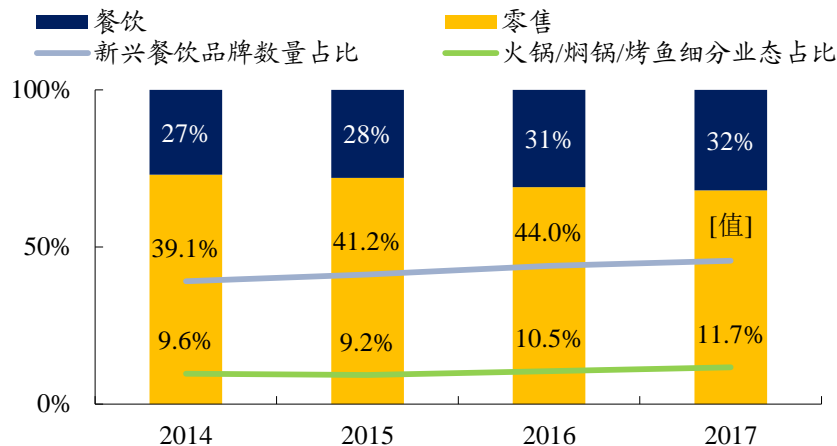
- 1) 创立于1994年的海底捞，在2014年门店数量刚刚超过100家，而仅2017年一年即新开门店98家，并计划2018年新开180-220家门店，开店速度明显加快；
- 2) 小龙坎2014年在成都开设第一家门店，2016年开始开放加盟，年底门店数量即突破100家。2017年门店数目已经达到700家，覆盖全国300多个城市以及海外市场。小龙坎的门店面积通常在300-800平/间，容纳30-40张台，翻台率最高的门店一天能够翻台13次，吸引了众多加盟商，2018年小龙坎计划将门店扩张至1000家以上；
- 3) 成立于1999年的德庄火锅，是一家集餐饮、食品、科研、物流等多元产业为一体的企业，当前有自营店、控股店、特许加盟店900多家，计划2018年年底达到1000家门店的目标；
- 4) 呷哺呷哺同样没有停止门店扩张的步伐，新开餐厅以每年15%左右的速度增长，力争2020年实现“千百十”的战略目标，即1000家门店、100亿元营业额、10亿元利润。

火锅餐厅连锁化的提速得益于：1) 火锅业态在大型购物中心业务占比的逐年提高；2) 火锅餐厅极具吸引力的投资模型

近5年我国新开购物中心数量变化



餐饮在购物中心业态中的占比逐年提高



我们认为近年来主要火锅品牌连锁化运营的提速离不开以下两点因素：

1) 近5年以来我国每年新开购物中心数量迅速增长，2017年新开项目数量同比增长近10%，2013-2017年4年CAGR超过20%，并且购物中心正在逐步向二三线城市下沉。根据30个城市已开业购物中心作为样本进行统计，购物中心体验式业态（指餐饮、休闲娱乐、儿童亲子等）数量占比从2010年的16%上升到2017年的49%，其中餐饮业态占比从2014年的27%逐年上升到2017年的32%，具体看餐饮业态细分领域，火锅/焖锅/烤鱼整体是唯一一个占比逐年上升的细分领域。得益于火锅品牌对于购物中心越来越强的引流作用，不少商场给予知名连锁火锅品牌一定程度的租金优惠以吸引其入驻；

2) 以海底捞和呷哺呷哺为例，海底捞单店营收超过5000万元，投资回收期在0.5-1年左右，呷哺呷哺单店营收500万元左右，投资回收期1.3年左右，我们预计其他知名火锅品牌的投资模型也介于两者之间。相比于其他消费领域（家电、轻工经销商或酒店），连锁火锅餐厅在其他领域受制于地产影响此消彼长下，投资模型具备很大的吸引力，这也是小龙坎等品牌能迅速扩大加盟业态的原因。

火锅餐饮正在海外市场迅速普及

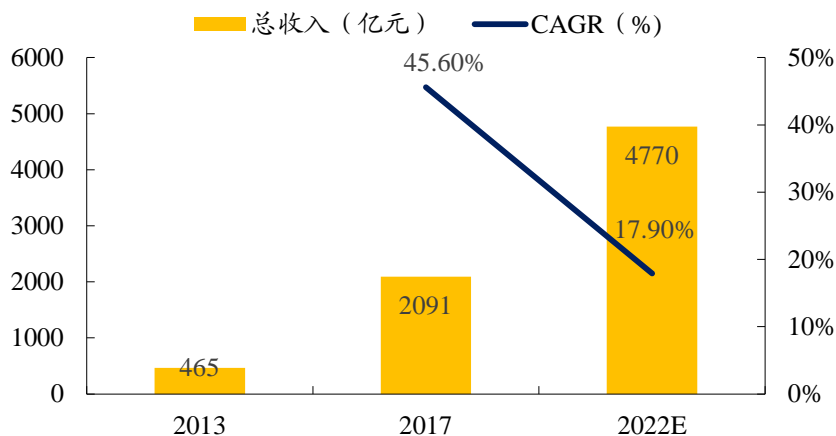
全球中式餐饮市场规模



全球中餐市场的总收入从2012年的35361亿元，增加到2017年的50221亿元，复合增长率9.2%，预计将继续以8.3%的复合年增长率增长，2022年达到74803亿元。火锅易于调整菜品口味，从而可以快速迎合当地的口味偏好，预计将伴随中式餐饮在全球的发展打开海外市场。

火锅外卖正在逐渐被消费者所接受

我国外卖市场规模及复合增速



我国主要火锅外卖品牌的运营情况

品牌	成立时间	收入/门店数量	特点
Hi捞送	2010	2.19亿	餐饮门店+外送
呷哺小鲜	2015	1274万	餐饮门店+外送
淘汰郎	2015	1亿+	全部外卖

中国外卖市场2013年总收入为465亿元，2017年总收入2091亿元，复合年增长率为45.6%，占整体餐饮服务市场的5.3%。外卖已经成为继做饭和堂食之后中国人的第三种常规就餐方式，每10个中国人中即有3个是外卖用户，近一半的用户每周叫外卖超过3次。

由于火锅这一餐饮形态本身的特殊性，火锅外卖存在一定壁垒，火锅餐饮品牌向外卖市场延伸具有先天优势，海底捞即在2010年推出外卖服务，成为国内首家推出火锅外卖的餐厅，经过多年探索，形成了现有的火锅外送方式，2017年收入达到2.19亿，同比增长50%左右。呷哺呷哺也在2015年9月推出外卖火锅“呷哺小鲜”业务，2017年收入1274万元。此外，火锅外卖市场还出现淘汰郎、锅Sir火锅等针对1-2人用餐的垂直火锅外卖品牌。例如淘汰郎外卖小火锅，仅成立3年时间，收入已经过亿，并计划在2018年实现外卖门店超过1000家的目标，快速扩张一方面是由于品牌自身采取城市合伙人的加盟模式，外卖门店轻资产的开店方式以及小火锅用户定位精准，另一方面受益于消费习惯的养成。

火锅连锁餐厅的核心竞争力体现在食材品质、供应链体系和门店运营这三大方面

1、食材品质

- 口味、性价比：餐厅最容易因为好味道获得口碑效应，在此基础上具有性价比（如价格大众化、用餐环境舒适等）的餐饮企业更有竞争力
- 食品安全：连锁餐厅必须有严格的食品品质管理，保证食品安全

2、供应链

- 采购：建立起自有供应链，规模采购兼具质量及成本优势
- 中央厨房/加工工厂：火锅餐厅通过建立加工工厂和中央厨房，降低门店操作复杂度和厨房面积，提高菜品标准化程度和安全性
- 物流：统一配送到店保证最后环节食品品质

3、门店经营

- 门店的操作流程标准化、考核和激励机制公平，能够提高单个门店的运营效率
- 如果是加盟模式，要选择适合自身品牌定位的加盟商，保证品牌形象统一，门店菜品、服务等与直营店水准一致
- 服务：通常不是一个餐厅最核心的竞争优势，但良好的服务不可或缺



02

海底捞：基于完备供应链和极致客户服务，加速扩张门店抢占市场

海底捞：我国中式餐饮龙头，火锅业当之无愧的霸主

海底捞的发展历程

1994年，创始人张勇在四川简阳开出第一家海底捞火锅店，创始人认为火锅口味的差异不大，因此以服务作为差异化竞争的切入点。

1999年海底捞进入西安，2002年进入郑州，2004年进入北京。

2010年海底捞推出自营火锅外卖，成为中国首家推出这一服务的火锅餐厅。

2011年海底捞成立蜀海集团，为海底捞提供食材采购、加工及配送服务。

2012年海底捞第一家海外门店在新加坡开业。

2014年海底捞的餐厅数量达到100家。

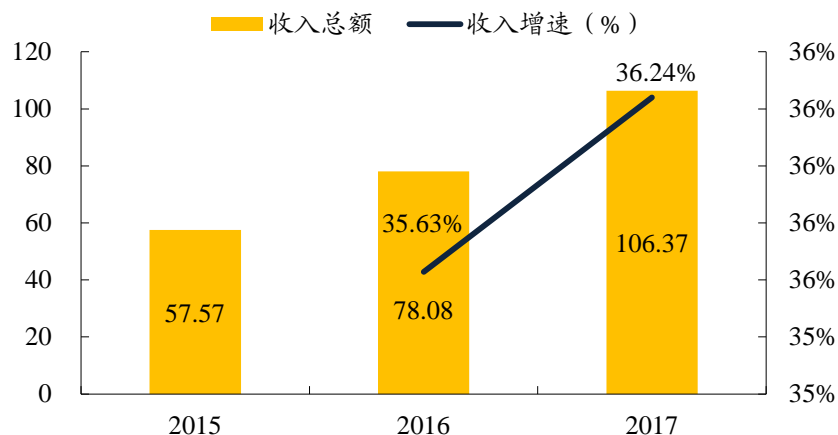
2017年，年客流量创造记录，达到1.06亿人次。

2018年，餐厅数量超过300家。

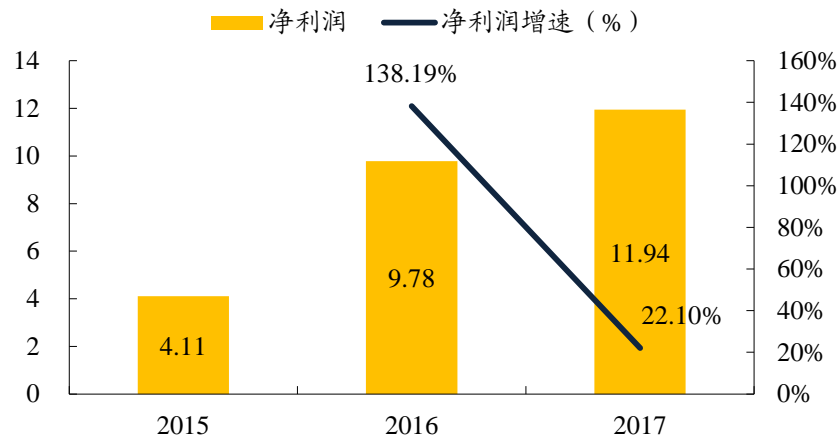
海底捞的核心主业是运营“海底捞”品牌的川式火锅餐厅业务，餐厅同时提供“Hi捞送”外卖业务，以及少量位于门店的调味料及食材零售业务。海底捞火锅餐厅业务遍及全球，目前共有320家门店，其中内地门店296家，已经下沉至三线城市及以下区域，在内地之外的6个国家及地区开设有19家餐厅。按照收入规模统计，海底捞是中式餐饮及火锅餐饮企业的双龙头。

海底捞2017年实现营收106.37亿元，净利润11.94亿元，分别同比增长36%和22%左右，营收处于加速增长态势

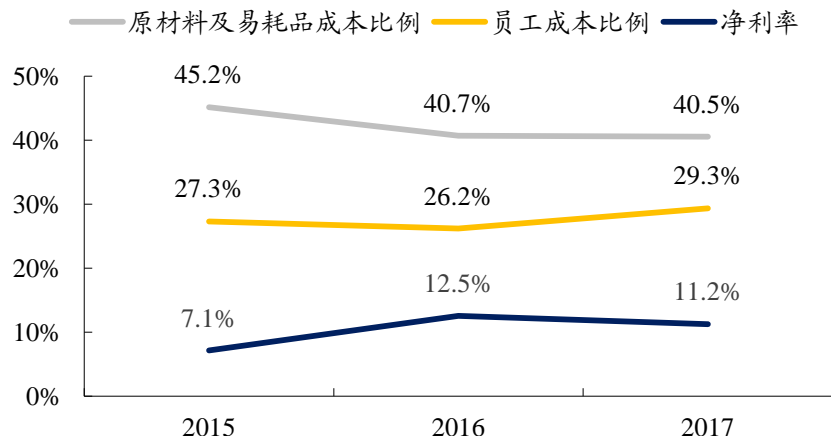
海底捞的营业收入及其增长（单位：亿元）



海底捞的净利润及其增长（单位：亿元）



海底捞的净利率和主要成本比例

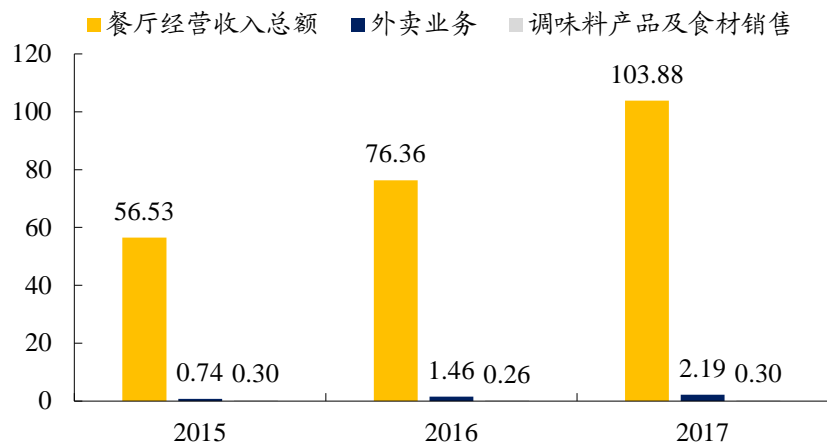


2017年海底捞的营业收入达到106.37亿元，在中式餐饮企业中排名第一，营收增速36.2%左右，较2016年略微提高；公司净利润11.9亿元，同比增长约22.1%，较2016年138%的净利润增速明显放缓，主要是由于2017年加速开店导致总员工成本增加3个百分点左右所致。

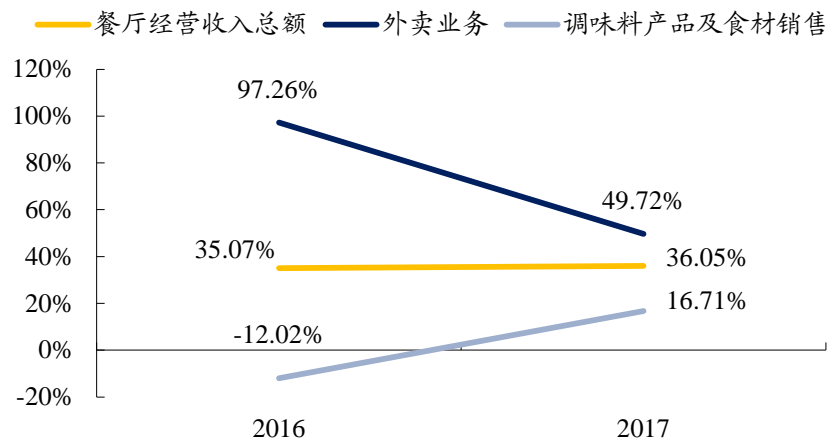
海底捞目前的净利率水平在10%出头，主要成本为原材料及易耗品成本和员工成本，这两大成本项累计占比在70%左右。

海底捞的营收主要来自餐厅经营，营收占比接近98%，近两年外卖业务增速最快，营收占比已经超过2%

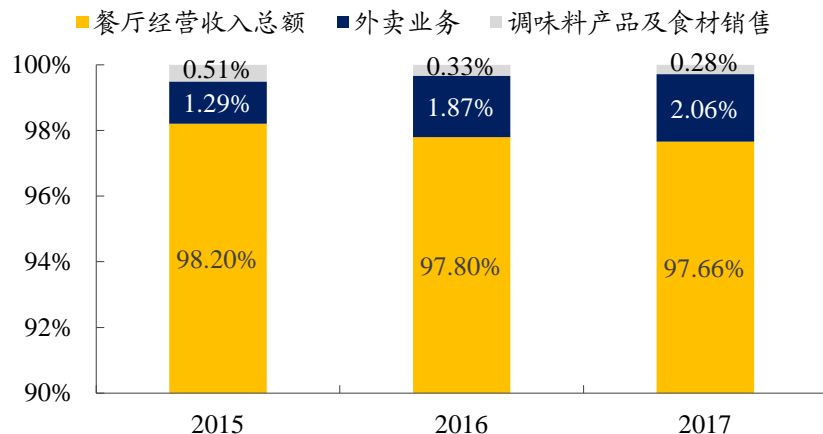
海底捞各项业务营业收入（亿元）



海底捞各项业务营业收入增速



海底捞各项业务的营收占比

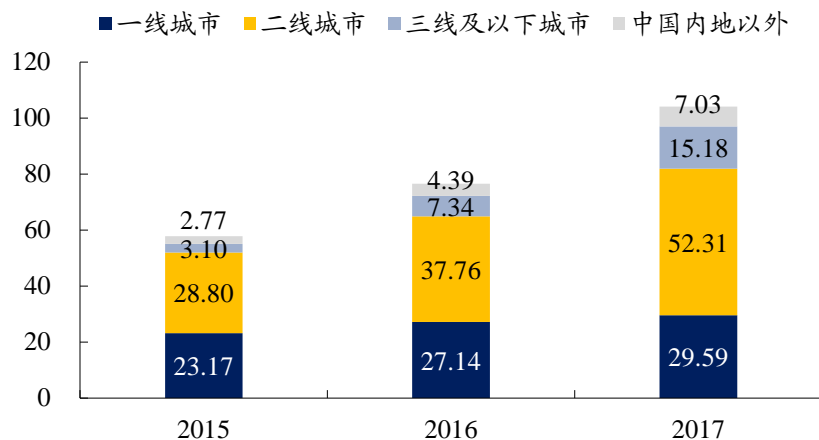


从海底捞的营收结构来看，2015-2017年餐厅业务营收占比均在98%左右，是核心主业。其次是外卖业务，近两年增长迅猛，目前占比已超2%。此外海底捞还在餐厅销售底料包装产品，但营收占比很低。

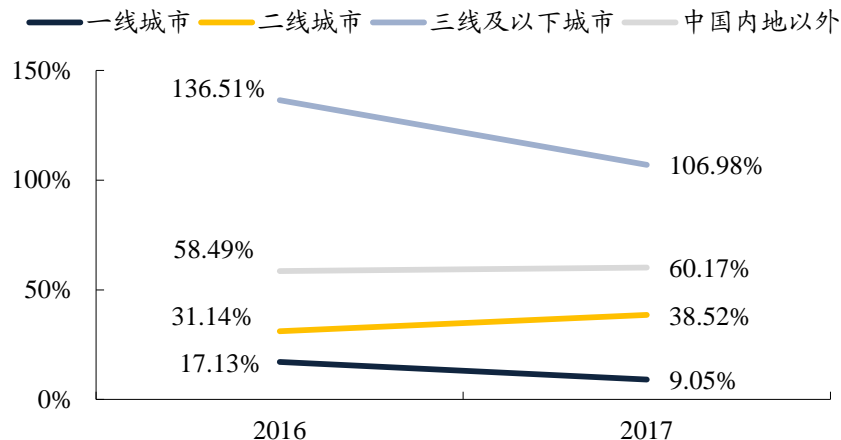
海底捞主业餐厅经营的收入增速在36%左右，较为平稳；近三年外卖的收入增速是三项业务中最快的，2017年同比增速为49.72%；调味料产品及食材的销售在2016年同比有所下滑，2017年增速为16.71%。

海底捞当前的营收增长主要由二三线及以下城市驱动，三线及以下城市收入增长最快，近两年均实现翻倍以上增长

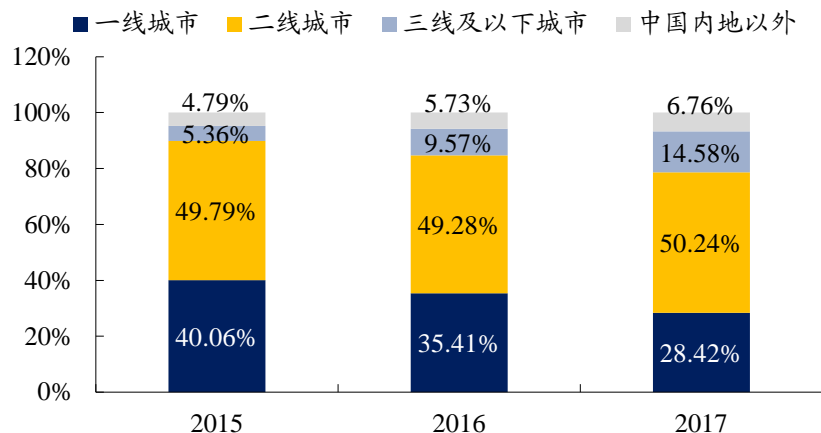
海底捞各线级城市营业收入（亿元）



海底捞各线级城市营收增速



海底捞各线级城市营收占比



海底捞来自一线城市的收入2015年占比约40%，2017年下降至28%，主要是因为二三线城市及海外的开店的速度快于一线城市，占比不断提升。其中，二线城市在各个线级城市里面收入占比最高，2015-2017年占比均在50%左右；三线及以下城市的收入近两年均实现翻倍以上增长，营收占比也从2015年的5.36%提高至2017年的14.58%。此外，海外地区近两年也保持着60%左右的较快增长，营收占比已经提升至近7%。

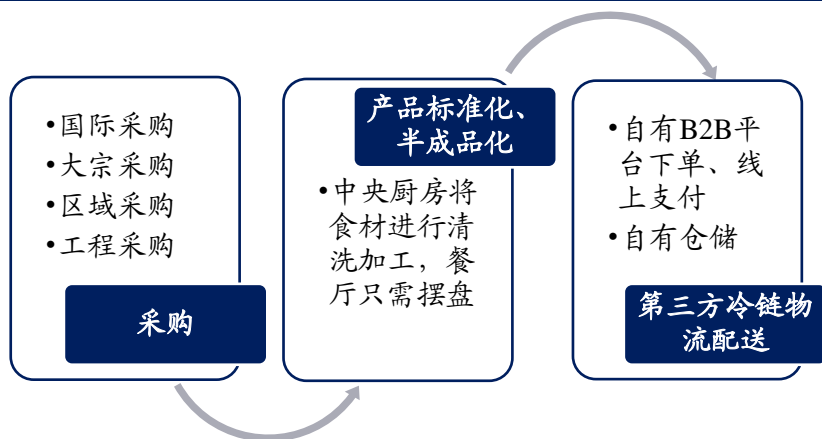
海底捞的核心竞争力体现在：1) 涵盖食材采购、物流配送、人力培训及门店装修等全部运营环节的强大供应链体系

海底捞餐厅供应链体系

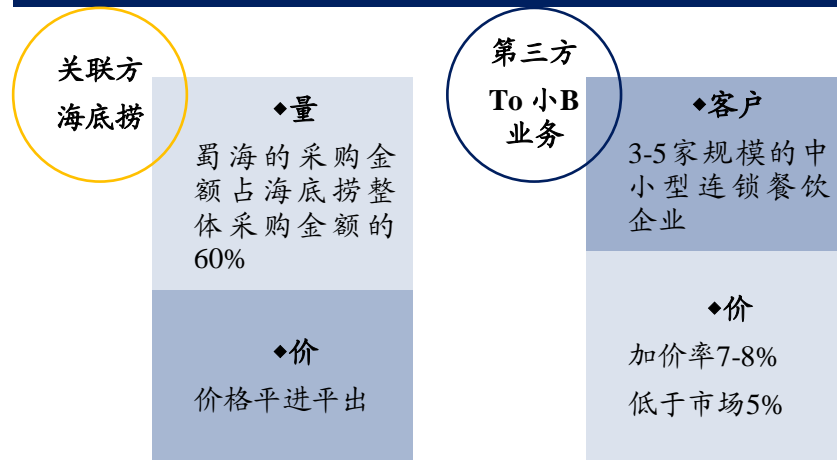


蜀海国际食材采购成本低于同行10%以上，7大中央厨房鲜货加工能力强，13大物流中心配送能力是现有海底捞门店需求的数倍

蜀海国际的供应链业务流程



蜀海国际的业务模式



蜀海供应链最早是海底捞的采购物流部门，目前已独立运作，业务分为两大部分：1）海底捞餐厅供应链业务，2）第三方to小B业务。针对海底捞餐厅业务：

（1）蜀海为海底捞带来食材采购成本优势：2017年蜀海为海底捞提供的食材占比约60%，同品质的牛羊肉比同行采购价（相比农贸市场）低12%-13%。同时，借助蜀海拥有第三方业务的优势，海底捞的采购品种较一般火锅餐厅更全面，从而对供应商拥有更多的议价权。

（2）蜀海拥有7个中央厨房，分别在北京、上海、郑州、东莞、武汉、西河和西安。蜀海的中央厨房能够做到鲜货（包括牛羊肉等）加工，0-4度配送（3-4天保质期）。相比部分同行的中央厨房只能加工处理蘸料、锅底等，蜀海的中央厨房加工能力更强。同时由于鲜货保质期短配送距离受限制，因此目前中央厨房无法覆盖的地方，蜀海也会找当地第三方供应商加工。

（3）蜀海在全国有13个物流中心，2017年入选中国冷链物流50强企业。北京物流中心一天能够满足海底捞500家门店的配货需求，当前北京门店数量不到50家，供应能力完全可以支撑海底捞门店快速扩张。

他山之石：蜀海国际之于海底捞正如夏晖（HAVI）之于麦当劳

夏晖为麦当劳提供满足其复杂要求的供应链解决方案



夏晖在中国的分发中心



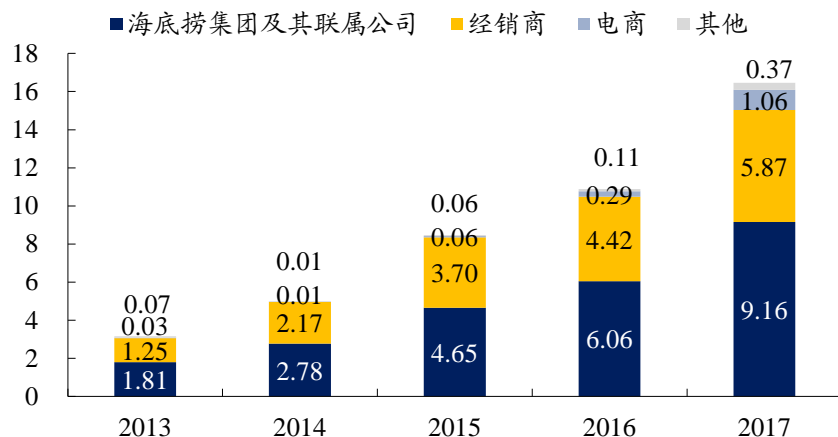
夏晖（HAVI）是1974年应麦当劳的需求而诞生，跟随麦当劳的扩张而成长起来的供应链服务商，二者之间类似自然界的“共生”关系。1990年麦当劳内地第一家餐厅在深圳开业时，中国还没有冷链的概念。夏晖伴随麦当劳中国餐厅的扩展，建立起北京、上海、广州等多个分发中心，凭借先进的冷链物流经验和多温食品配送技术成为中国领先的一站式物流服务提供商。海底捞在2006年仅拥有十几家店的时候，即在夏晖的帮助下开始建立自己的供应链体系。因此夏晖的优势可以为海底捞和蜀海所借鉴。

夏晖满足麦当劳复杂的供应链要求包括：

- 1）保证配送食品质量处于最佳状态。**装车过程无缝冷链衔接，8t标准冷冻车的装卸车时间严格限制在5分钟之内，各个环节均进行质量控制检查，包括配送过程中的温度监控等。此外，将危害分析和关键控制点（HACCP，全世界应用最广泛的解决食品安全问题的管理体系）应用于冷链物流，保证产品合格率；
- 2）保证准时送达，准点率在98%以上。**夏晖的配送车队每晚11点-凌晨1点必须完成送货，如果超时麦当劳餐厅员工的工资将由夏晖承担；
- 3）保证采购质量，**采购高质量食材的同时兼顾成本控制。

颐海国际为海底捞门店独家供应高质底料产品，价格较第三方低5%左右，未来3-4年产能扩张计划满足海底捞需求无忧

颐海国际的营收结构（亿元）



颐海国际提供给海底捞的底料与第三方价格差异

	2013	2014	2015	2016	2017
火锅底料-关联方	17.0	20.8	27.0	27.1	27.3
火锅底料-第三方	29.0	29.9	30.6	31.0	28.9
火锅蘸料-关联方		19.1	17.7	18.8	25.5
火锅蘸料-第三方	18.1	17.5	18.2	17.2	18.6
中式复合调味料-关联方	11.6	15.9	19.6	25.8	22.8
中式复合调味料-第三方	25.6	27.1	26.3	23.4	23.8
自加热小火锅-关联方					52.0
自加热小火锅-第三方					45.1

颐海国际的产能扩张计划

时间	工厂	产能
2018	马鞍山工厂一期	4万吨
2019	霸州一期	5万吨
2020	霸州二期	5万吨
2020-2021	马鞍山二期	20万吨

海底捞为了保证底料的安全，早在2005年即建立了颐海国际，为海底捞独家供应较第三方产品工艺要求更高的火锅底料产品。颐海国际已于2016年在港股上市。2017年，颐海国际与海底捞交易金额占海底捞原材料及易耗品成本总额的20.91%，颐海的收入中56%来自关联方海底捞，其中53%为供应海底捞的火锅底料产品，其价格较销售给第三方的价格低5%左右，为海底捞带来了底料成本优势。颐海国际未来3-4年将新增30多万吨产能，产能规划能够满足海底捞开店加速的需求。

海底捞的核心竞争力体现在：2) 以“顾客满意度”为核心KPI的考核机制带来的极致门店服务

以顾客满意度为核心的门店考核机制

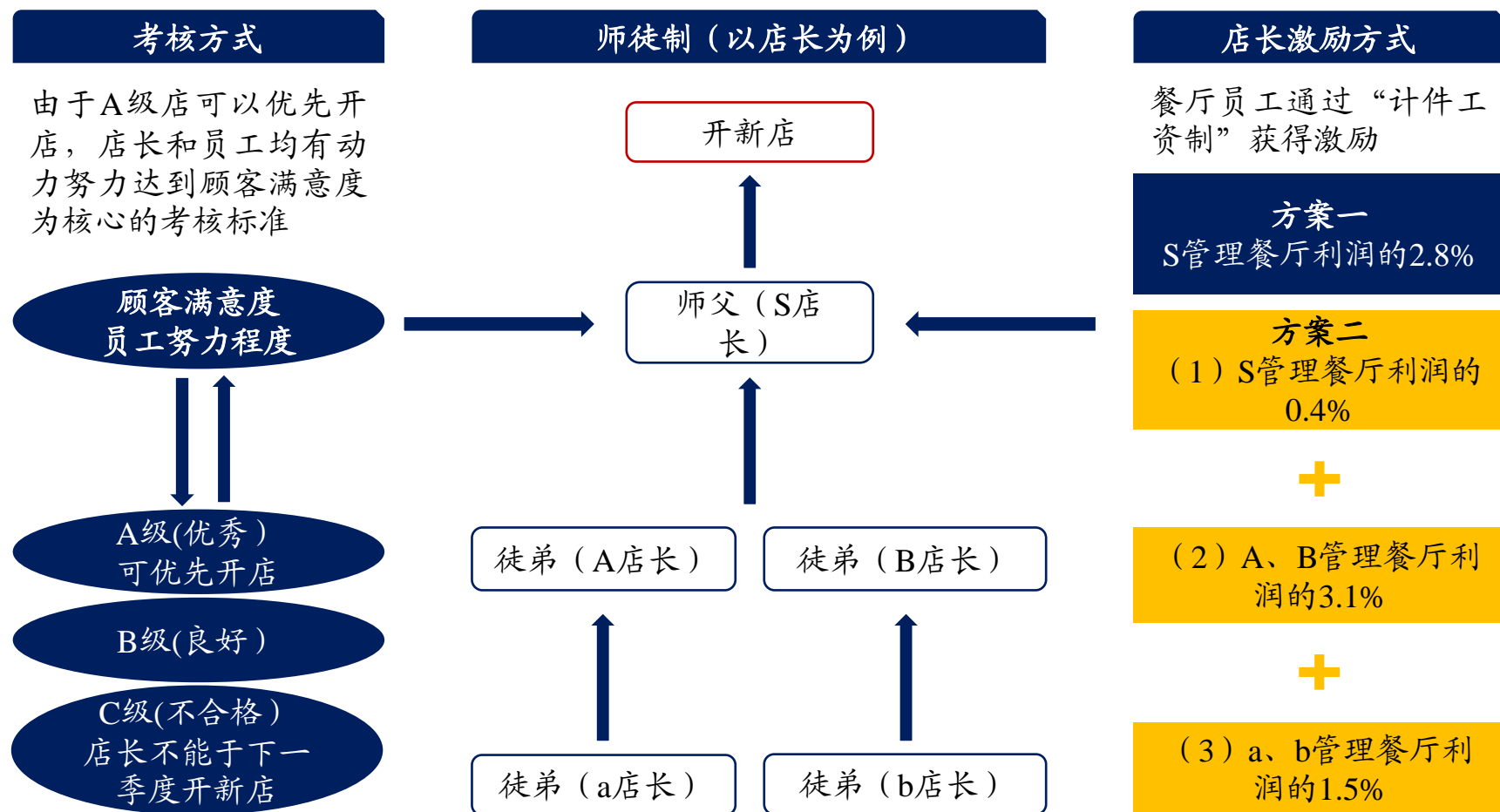
评分项	红卡	黄卡	蓝卡	绿卡	亲情化	执行力	安全	学习	外部关系	创新	经营
评分目的	服务	出品 标准化	环境 卫生	食品 安全	店长的亲情化效果以及员工的工作、生活氛围	制度流程和临时任务的执行力	安全管理考核、人身安全、财产安全			创新方法、推广、制度流程创新	
分值	40	30	20	20	10	30	20	5	5		20

海底捞的店铺分为A、B、C三类等级

评级	含义	结果
A	优秀	优先选择A级餐厅的员工当新店店长
B	良好	店长可能需要向教练征求建议做出改进
C	不合格	店长不能在下季度开新店；接受教练为期6个月的管理培训；

海底捞门店采取四色卡为主的考核方式，红卡表示服务，分数占比最高（主要由神秘嘉宾、资深店长进行打分），是考核的重点。其次是黄卡，表示菜品的标准化出品，蓝卡表示环境卫生，绿卡表示食品安全。门店员工则通过“计件工资制”考核努力程度，并根据计件获得提成工资。强调服务的四色卡考核以及计件工资制共同导致了海底捞极致的门店服务和经营效率。海底捞总部每季度会邀请神秘嘉宾对服务质量、服务员的敬业程度、环境、食物进行评分，提供A、B、C评级。评级为A的店长具有优先选择开店的权利。

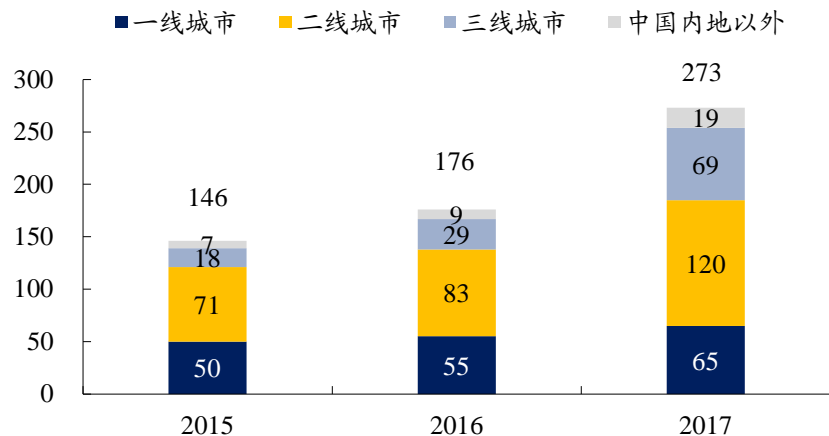
海底捞的核心竞争力体现在：3) “师徒制”体系驱动的自下而上的裂变增长和公司文化传承



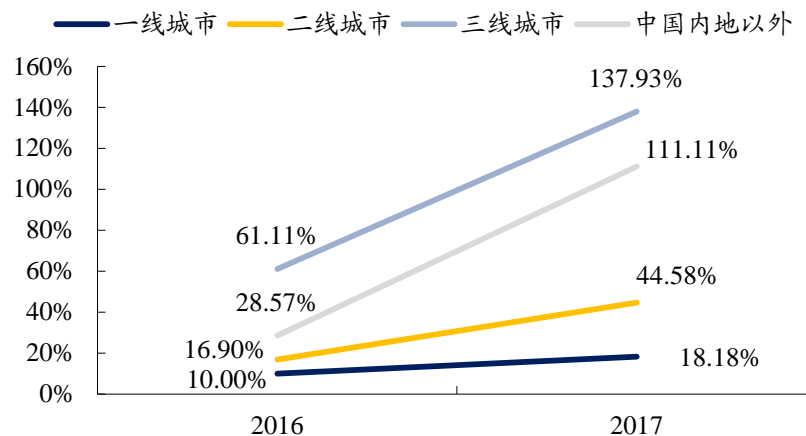
海底捞的员工均有师父带领。作为店长的师父可从徒弟及徒孙的门店提取收益（方案二），因此店长有动力管好自己的门店，并保证公平公正地培养有能力的人才成为新店长，形成自下而上的裂变发展。

海底捞目前共有320家门店，自2017起开始加速扩张，预计今年新开180-220家门店，展店速度进一步加速至70%左右

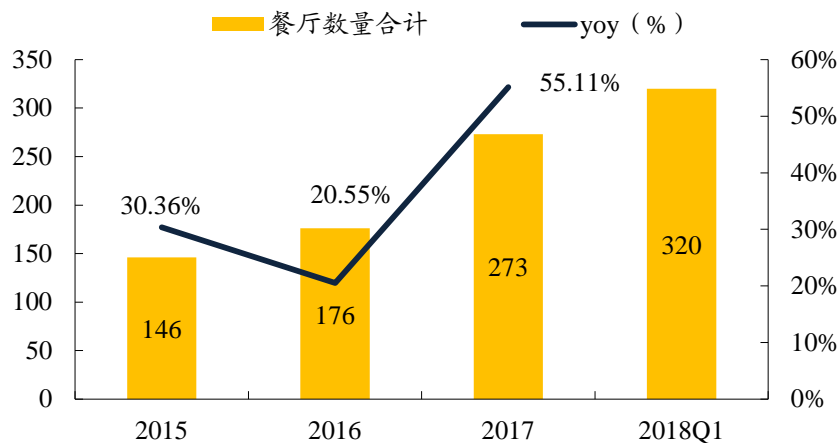
海底捞的门店数量分布



海底捞不同线级城市的门店扩张速度



海底捞的门店扩张速度



海底捞2017年餐厅数量达到273家，同比增长约55%，呈现出加速开店的态势。从当前门店分布来看，内地餐厅占绝大多数，其中二三线餐厅数量2017年占内地餐厅总数的69%，且开店速度远超一线城市。海外餐厅尽管绝对数量不多，但开店速度翻倍。公司计划2018年新开180-220家店，一方面通过扩大餐厅覆盖地区以及提高公司在二三线城市的餐厅密度，进一步提高内地市场的占有率；另一方面由于中餐在全球范围接受度的提高，公司将会提高餐厅在拥有大型华人社区的海外地区的覆盖。

海底捞2017年平均翻台率达到5次，远超呷哺呷哺且仍在逐年上升，驱动同店销售收入实现14%左右的增长

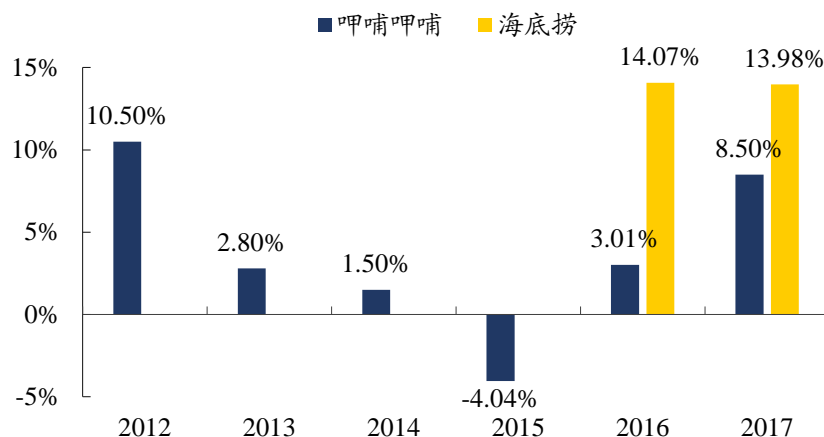
海底捞各线级城市的翻台率（次数/日）

	2015	2016	2017
一线城市	3.9	4.3	4.8
二线城市	4.1	4.8	5.2
三线及以下城市	3.5	4.3	4.7
中国内地以外	4.4	4.8	4.4
海底捞整体翻台率	4.0	4.5	5.0
呷哺呷哺整体翻台率	3.4	3.4	3.3

海底捞顾客平均开支（元）

	2015	2016	2017
一线城市	93.2	95.3	98.3
二线城市	86.1	88.5	92.6
三线及以下城市	89.8	92.8	94.5
中国内地餐厅	89.2	91.4	94.6
yoy		2.5%	3.5%
中国内地以外	215.2	215.4	179.6
整体	91.8	94.5	97.7
yoy		2.9%	3.4%

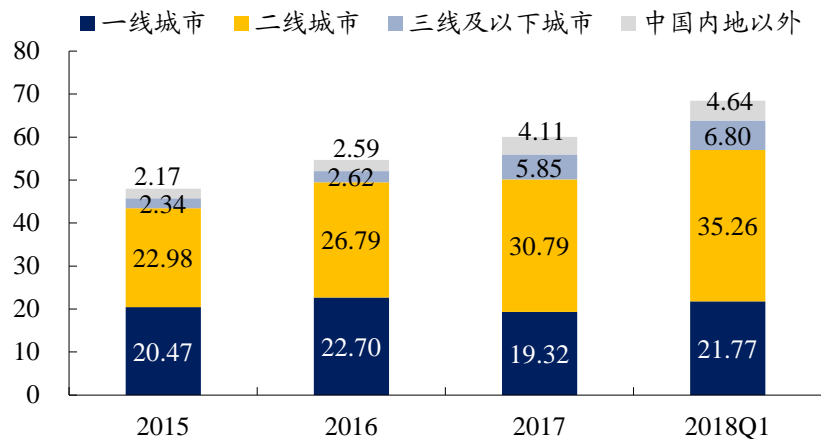
海底捞同店销售收入增速与呷哺呷哺的比较



海底捞整体翻台率由2016年的4.5次/天上升到2017年的5次/天，其中二线城市的翻台率在各个线级城市中最高。翻台率持续提升背后的原因主要是：1）师徒制模式下，新店店长经验丰富，20%的员工来自老店，门店运营能够迅速进入成熟状态，对平均翻台率的影响不会太大；2）店长每月针对门店翻台率提出新的增长目标以及实现目标的具体措施，督促员工执行，2015年正式推广的计件工资制对员工形成激励。在翻台率持续提升以及顾客平均开始每年约3%增长的推动下，海底捞同店销售收入保持着14%左右的增长。

2017年单店年收入超过5000万元，是呷哺呷哺单店收入的10倍

海底捞的同店销售收入（亿元）



海底捞与呷哺呷哺门店的投资回收期比较

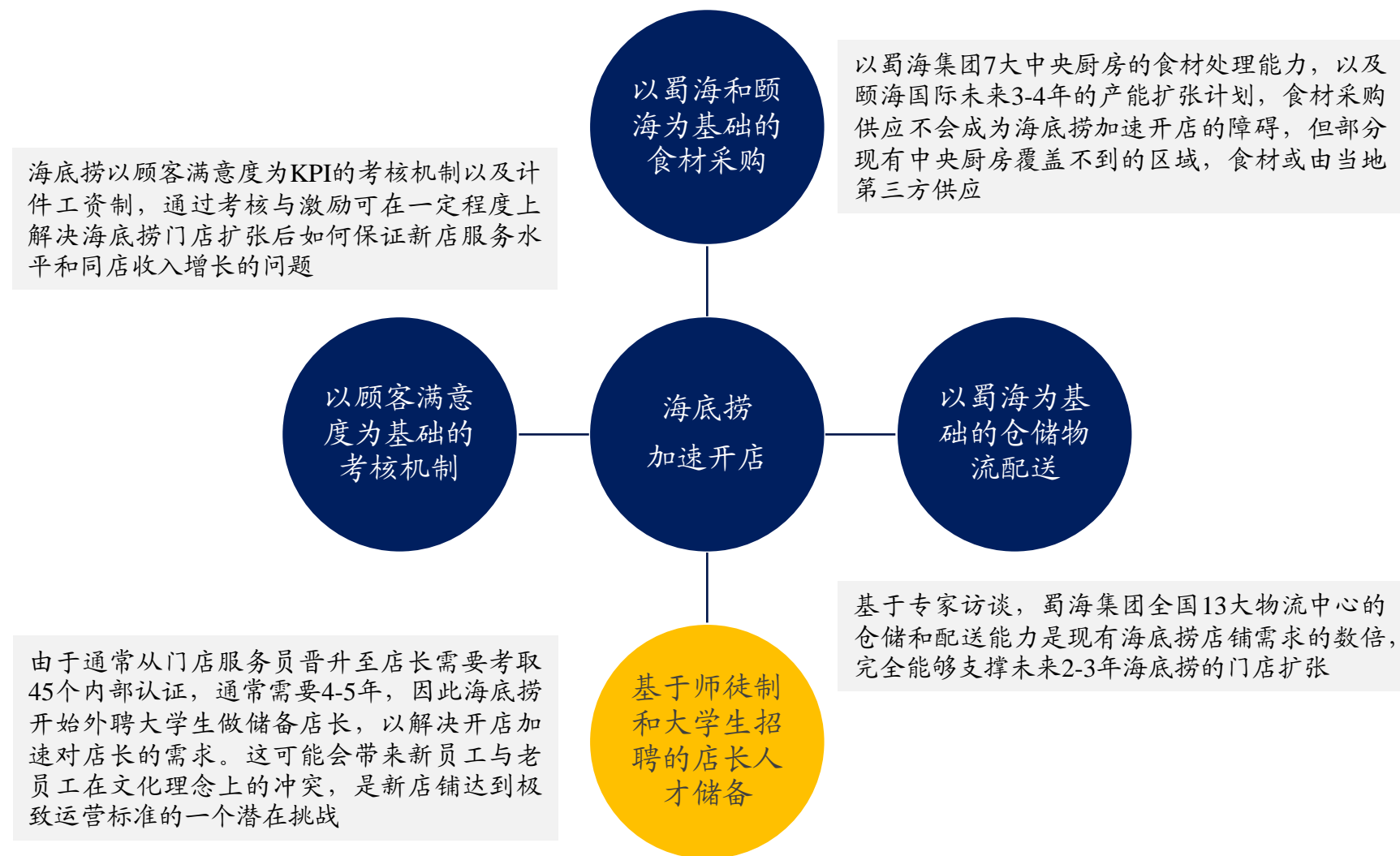
	盈亏平衡期	投资回收期
呷哺呷哺	3个月	16个月
海底捞	1-3个月	6-13个月

海底捞同店单店销售收入与呷哺呷哺的比较（万元）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
呷哺呷哺	510.6	519.3	515.1	507.2	515.4	534.4
海底捞					5363.3	5477.3

2016年、2017年海底捞同店数量分别为102家、125家，二线城市的同店数量最多，2016年和2017年数量分别为49和62家。从同店的单店销售收入来看，海底捞2017年同店单店收入约5477万元，是呷哺呷哺同店单店销售收入的10.2倍。海底捞的首次盈亏平衡最短仅需要1个月，投资回收期通常在半年至一年左右。无论是单店营收，还是店铺的投资回收期，海底捞都明显优于呷哺呷哺。

我们认为海底捞现有的供应链完全能够支撑公司的加速扩张，未来店长人才储备是面临的主要挑战

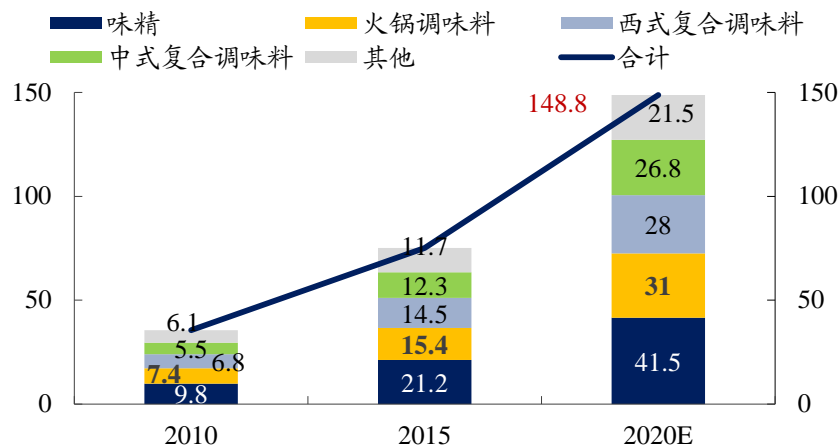


03

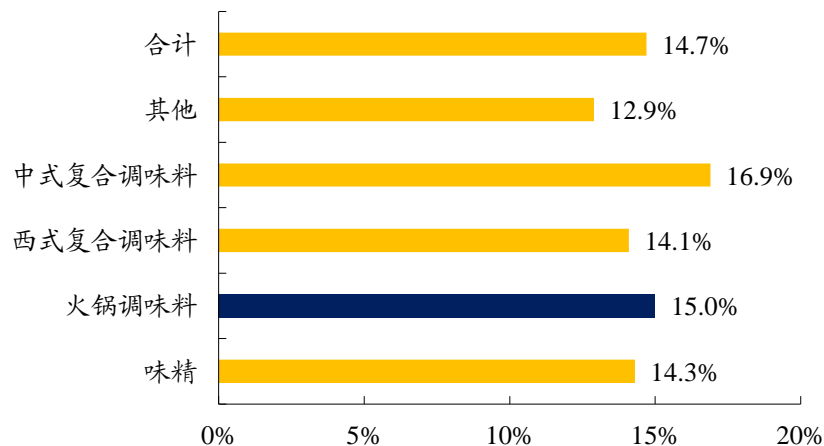
颐海国际：受益海底捞
开店加速，经销渠道下
沉和品类扩张打开第三
方业务成长空间

火锅调味料行业当前市场规模超过200亿元，加上中式复合调味料市场规模近400亿元，同比增速在15%左右

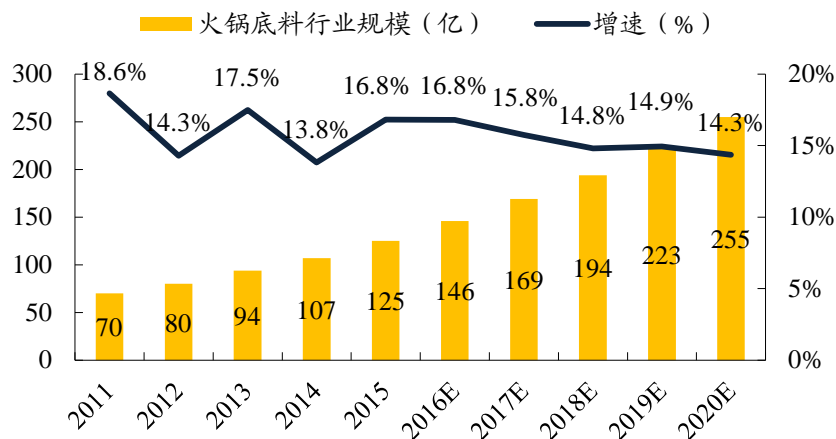
复合调味料各细分品种行业规模（单位：十亿元）



复合调味料各细分品种2015-2020年行业规模CAGR



火锅底料行业规模及其增速（单位：亿元）

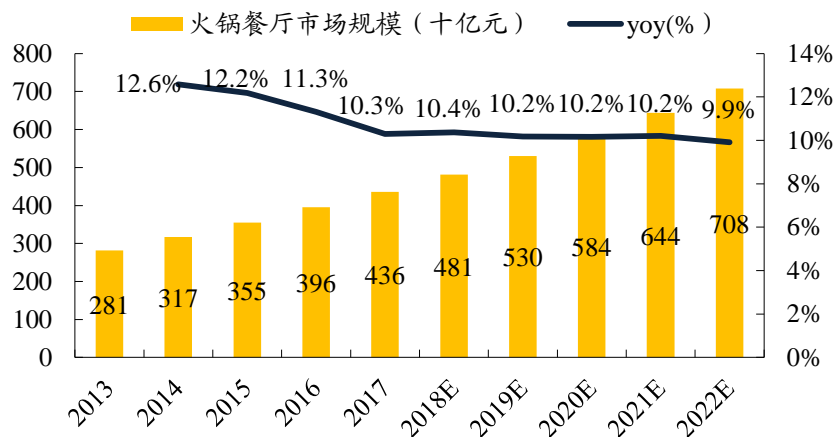


整个复合调味料行业2010、2015和2020年预计的市场规模分别是355、751和1488亿元。各细分领域中，火锅调味料行业 and 中式复合调味料行业2015年市场规模分别为154亿元和123亿元，预计2017年这两者的市场规模分别为211亿元和168亿元，复合增速分别为15%和17%。

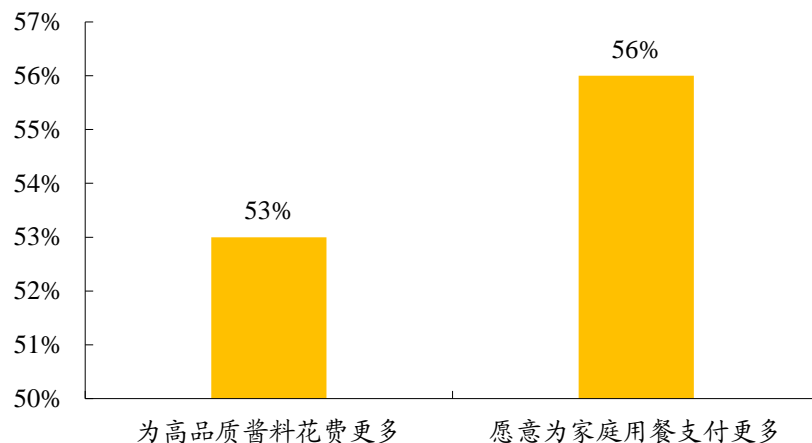
火锅调味料可以具体分为火锅底料和火锅蘸料，其中火锅底料的占比约80%。根据弗若斯特沙利文的数据，预计2017年火锅底料市场规模接近170亿元，同比增速超过15%。

火锅调味料行业的需求增长主要源自每年10%左右增速的火锅餐厅增长，其次是C端家庭消费的兴起

我国火锅餐厅规模保持着10%左右的年均增长



Mintel市场调研

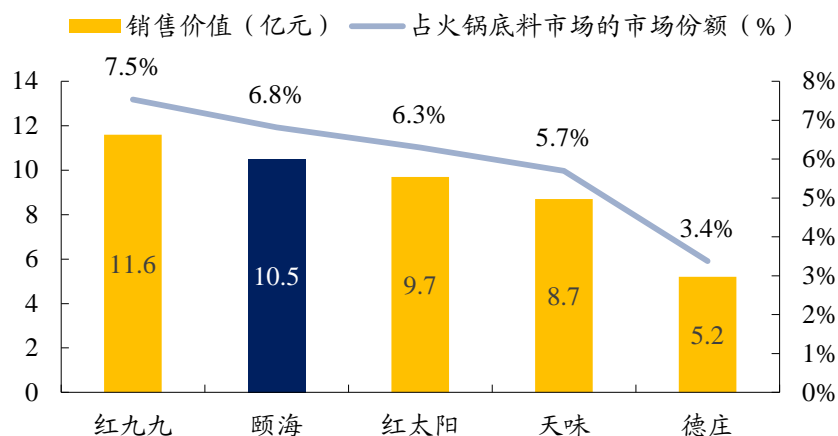


餐厅在整个调味品行业的下游需求中占比约40%，考虑到我国火锅餐厅规模当前仍然保持着10%左右的年均增速，火锅餐厅的稳定增长是火锅调味料行业能够实现15%左右需求增速的重要原因。

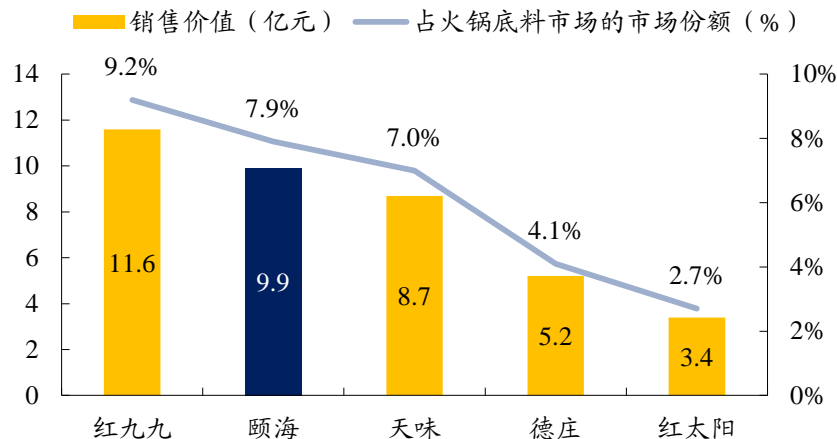
根据咨询机构Mintel的市场调研，中国是全球烹饪酱料增长最快的市场之一，这与中国家庭用餐的比例有很大关系，随着健康意识的提高及消费升级，56%的中国消费者愿意为家庭用餐食品支付更多费用，尤其是为更高质量的、方便料理的以及带来丰富口味的食品花更多的钱。此外，有53%的中国消费者愿意为含有高品质配料的酱料和调味品付出更多的钱。火锅底料及中式复合调味料满足这一消费趋势，尤其是中高端产品更能够从这一趋势中受益。

颐海国际在火锅调味料及火锅底料市场份额第二，占比分别为6.8%及7.9%，在中高端底料市场占绝对优势，占比达34.7%

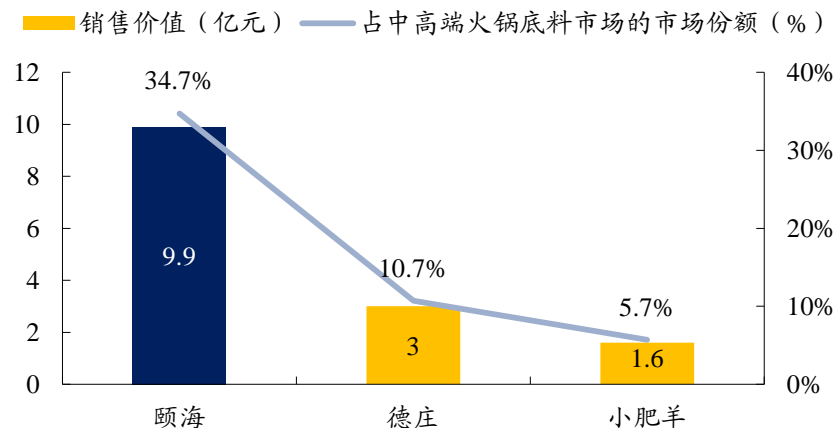
2015年火锅调味料市场主要参与者的市场份额



2015年火锅底料市场主要参与者的市场份额



2015年中高端火锅底料市场各主要品牌的市场份额

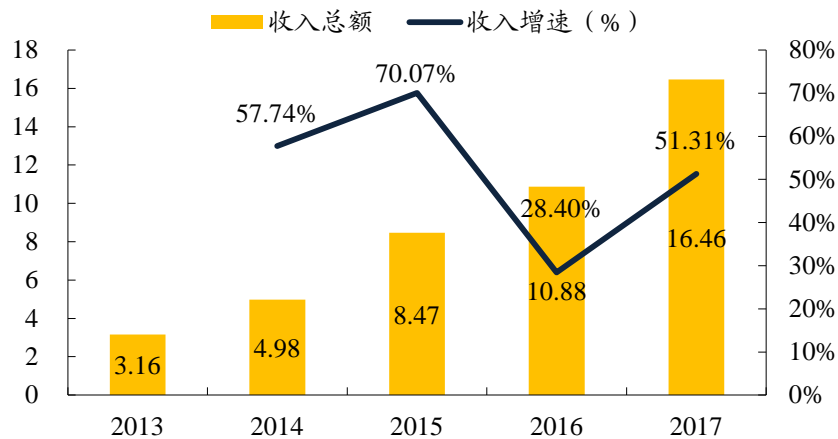


2015年火锅调味料市场的前5大品牌合计销售额为45.6亿元，占整体市场的29.6%左右；火锅底料市场前5大品牌的合计销售额为38.7亿元，占底料市场的30.9%左右；中高端火锅底料前3大品牌的合计销售额为14.5亿元，占中高端市场的51.1%左右。

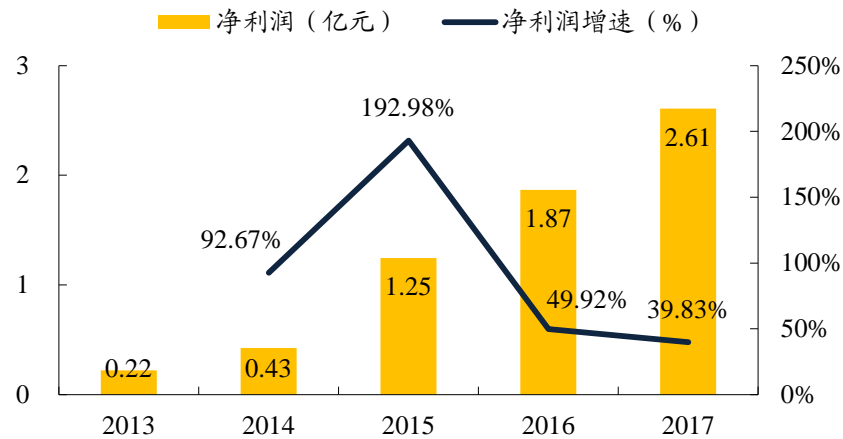
其中，颐海国际在整个火锅调味料和火锅底料市场规模排名第二，中高端品牌中颐海国际以高达34.7%的市场占有率占据领先地位，市场规模是第2名德庄的3倍。

颐海国际2017年实现营收16.46亿元，净利润2.61亿元，分别同比增长51.3%和39.8%，受原材料涨价影响，利润水平略有下滑

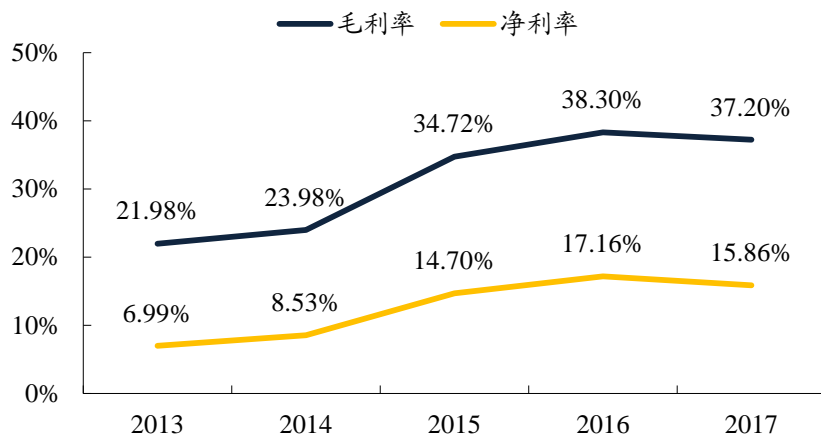
颐海国际的营业收入及其增长（亿元）



颐海国际的净利润及其增长（亿元）



颐海国际的毛利率和净利率 (%)

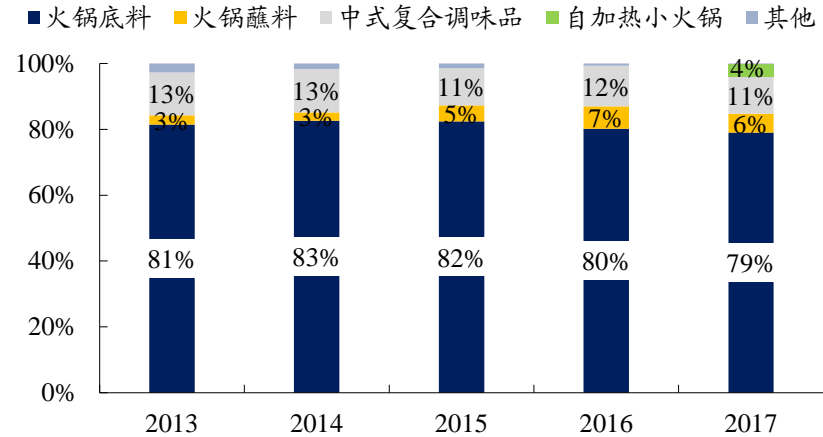


颐海国际2017年实现营收16.46亿元，净利润2.61亿元，分别同比增长51.3%和39.8%。根据调研，预计公司2018年上半年营收增长超过70%。

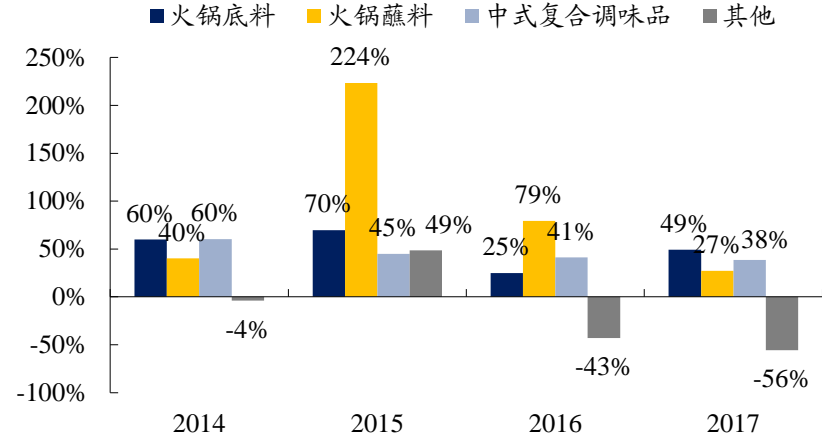
由于2014年8月之后，颐海国际更改了向海底捞提供定制产品的定价策略，从成本加成定价原则改为按照市场原则定价，因此2015年的毛利率和净利率均大幅提升；2015年由于海底捞集团升级定制产品的配方带来原材料成本的大幅上升，颐海国际再次提高对海底捞产品的定价，带来2016年毛利率和净利率的进一步上升；2017年受原材料价格上涨影响，毛利率略有下滑。

颐海国际产品线以火锅底料为主，占比近80%，2017年推出的新爆款自加热小火锅营收占比已达4%左右

颐海国际的营收结构（以产品维度）



颐海国际各产品品类的营收增速



公司产品线

火锅底料产品					
火锅蘸料产品		中式复合调味品		自加热小火锅	
植物油	精品蘸料	醇香味	海鲜调味品	上汤酸菜鱼	香辣素食
动物油		香辣味		麻辣香锅	番茄牛腩
非辣营养	三鲜	原味	麻辣混合调味品	清真麻辣香锅	麻辣嫩牛
	菌汤	香辣味		毛血旺	牛肚
	清汤	鲜香味		清油麻辣烫	酸菜
	番茄	海鲜味			酥肉
海鲜	普通蘸料				咖喱

颐海国际的产品线主要包括四个系列：火锅底料、火锅蘸料、中式复合调味品和自加热小火锅。其中，火锅底料是公司的主打产品，收入占比接近80%，其次是占比约11%的中式复合调味料和占比6%的火锅蘸料。2017年2季度推出的自加热小火锅迅速成为爆款产品，在2017年已经贡献4%的营收占比。

从营收增速来看，2017年火锅底料产品增速最快，在47%左右，其次是中式复合调味料产品，同比增长38%左右。

颐海国际第三方产品价格近年来稳中有降，终端产品售价低于呷哺呷哺，在同档次竞品中具备性价比优势

颐海国际的产品价格（元/公斤）

	2013	2014	2015	2016	2017
火锅底料-关联方	17.0	20.8	27.0	27.1	27.3
火锅底料-第三方	29.0	29.9	30.6	31.0	28.9
火锅蘸料-关联方		19.1	17.7	18.8	25.5
火锅蘸料-第三方	18.1	17.5	18.2	17.2	18.6
中式复合调味料-关联方	11.6	15.9	19.6	25.8	22.8
中式复合调味料-第三方	25.6	27.1	26.3	23.4	23.8
自加热小火锅-关联方					52.0
自加热小火锅-第三方					45.1

颐海国际与其他竞争对手的产品价格比较

终端产品以清油麻辣火锅底料为例换算	出厂售价 (元/公斤)	单位成本 (元/公斤)	毛利率 (%)	终端售价 (元/公斤)
海底捞（颐海）	28.9	13.56	53.08%	66.5
大红袍（天味）	19.8	12.13	38.73%	59.6
呷哺呷哺				76.4
红99（红九九）	-	-	-	27.3
秋霞（秋霞）	-	-	-	27.5
德庄（德庄）	-	-	-	33.0

颐海国际的产品价格变化

	2014	2015	2016	2017
关联方				
火锅底料	22.35%	29.81%	0.37%	0.74%
火锅蘸料		-7.33%	6.21%	35.64%
中式复合调味品	37.07%	23.27%	31.63%	-11.63%
总计	22.89%	29.39%	0.81%	2.59%
第三方				
火锅底料	3.10%	2.34%	1.31%	-6.77%
火锅蘸料	-3.31%	4.00%	-5.49%	8.14%
中式复合调味品	5.86%	-2.95%	-11.03%	1.71%
总计	4.00%	1.59%	-7.93%	2.29%

颐海国际的产品定位中高端，优选原材料，部分手工生产，并委托独立第三方实验室对产品进行质量及食品安全测试，其中包括一家全球领先的检验、鉴定、测试和认证机构SGS S.A.。尽管如此，过去5年颐海国际第三方产品的价格并未有太大提升，以公司最主要的产品系列火锅底料为例，颐海国际第三方的价格近5年整体保持平稳，2017年的出厂价甚至略微低于2013年。从终端零售价来看，颐海国际产品略高于天味，但低于呷哺呷哺，在同等级产品中具备性价比优势。

2015年以来颐海国际第三方产品迭代速度明显加快，未来新品策略以自加热小火锅、佐餐酱等泛火锅产品为核心



颐海国际旗下泛火锅产品			
品牌	产品	天猫旗舰店售价	推出时间
好好吃饭	燕麦青椒佐餐酱	15.9元/瓶（210g）	2018
海底捞	柳州螺蛳粉（方便速食）	14.5元/包（268g）	2017
海底捞	自加热小火锅（方便速食）	23.9元/盒（245g） -39.9元/盒（472g）	2017
海底捞	麻辣小龙虾调味品	15.9元/包（200g）	2016

2015年之前，颐海国际针对第三方的新品研发和产品迭代主要以市场为导向，参考电商渠道的消费者评价、经销商反馈以及销量高的竞品进行新品研发，产品迭代主要是改良口味、改进原材料以及改进包装。2015-2017年，颐海国际针对第三方推新及迭代的迭代速度明显加快。公司围绕火锅主题开发泛火锅类新品，2017年推出自加热小火锅成为爆款单品，当年营收占比达4%。目前公司正在尝试通过火锅品牌打造第二品牌，如2018年6月最新推出的“好好吃饭”品牌，未来可能继续根据产品推出其他副品牌。

自加热小火锅成为2017年公司爆品，年销售额超过6000万元，今年销售增速有望翻两倍以上

颐海国际自加热小火锅半年迭代一次

1.0版本	2017年3月立项，5月上线，5天销售10万盒
2.0版本	2017年9月上线，工业设计花费100万，给OEM增加质检设备。双十一天猫平台速食类4亿流量，小火锅达到1亿量级，颐海销售了2222万，复购率达到15%；小龙坎销售了1700万
3.0版本	还在开发中，目的是保证低单位价格

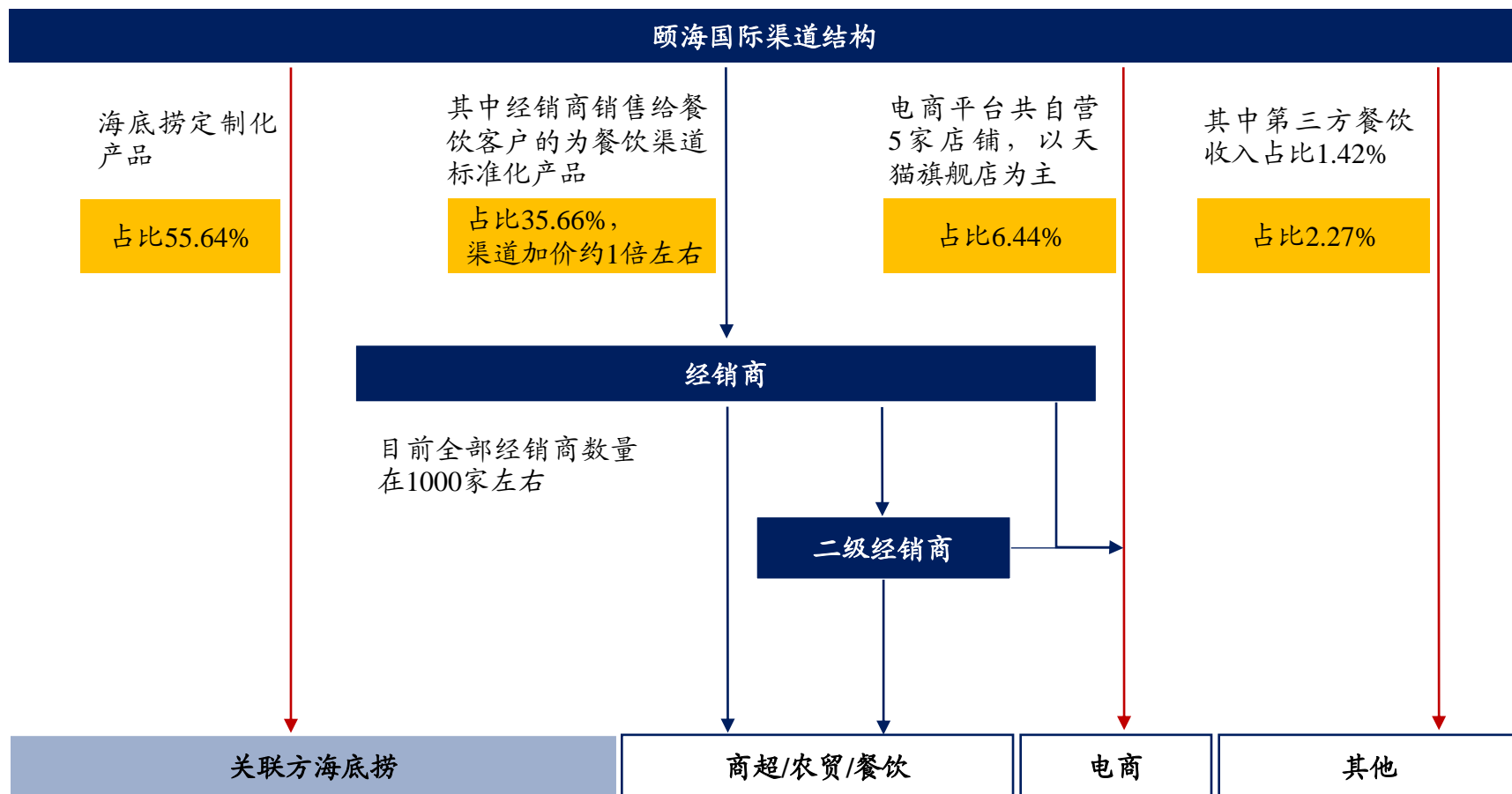
颐海国际自加热小火锅与其他竞品比较

品牌	品牌性质	价格区间（元/盒）	产品种类
海底捞	餐饮	23.9-39.9	7
德庄	餐饮	29.8-39.8	5
大龙燚	餐饮	26.9-37.8	5
小龙坎	餐饮	23.8-35.5	6
三全食品	速冻食品	29.9-34.9	1
莫小仙	网红	19.9-25.8	3
百草味	休闲零食	26.9	1
良品铺子	休闲零食	25.9	1
统一	方便面	38.9	1

自加热小火锅以火锅零食的形式最早出现在2015年的线上渠道，2017年进入爆发期，双11这一品类占据天猫平台速食类4亿流量的25%左右。目前市场参与者既有火锅餐饮企业如海底捞、德庄、大龙燚、小龙坎等，也有网红品牌莫小仙，休闲零食品牌百草味、良品铺子，以及速食巨头统一食品、三全等。火锅餐饮企业切入这一品类有自身火锅产品的供应链和品牌优势，因此产品种类明显比其他类型企业丰富，价位也高出40%左右。其中颐海国际生产的“海底捞”品牌自加热小火锅产品种类最多。

颐海国际从2017年Q2开始在线上销售由代工工厂生产的“海底捞”品牌的5款自加热小火锅，9月份即进行了产品升级，重点保证食品安全。通过对天猫旗舰店DSR（淘宝店铺动态评分）、销量和复购率的分析，公司认为这一品类仍具开发价值。目前正在进行3.0版本的迭代，已经推出价位20元以下的小火锅产品，提高产品性价比以及与外卖之间的价格竞争力。2017年公司自加热小火锅营收达到6144.5万元，今年受益于线下渠道拓展以及产品品类的增加（新增2款），自加热小火锅继续爆发式增长，上半年实现营收1亿元左右（40%线上，60%线下），预计全年总营收在2亿元左右，有望翻两倍以上。

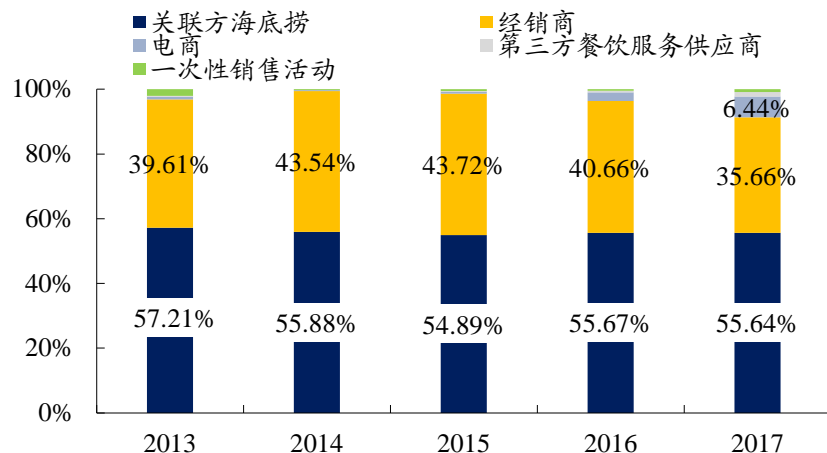
颐海国际55%左右的收入来自关联方海底捞，第三方渠道方面经销商渠道、电商渠道和第三方餐饮是增长亮点



目前颐海国际有55%左右的收入来自关联方海底捞，第三方渠道中经销商渠道占比最高，超过35%，剩余包括电商、第三方餐饮及其他渠道。2018年上半年，预计整个第三方渠道同比增速超过100%。

受门店调整底料用量影响，预计上半年关联方收入增速在20%-25%左右，海底捞开店加速对增长的拉动将在下半年体现

颐海国际各渠道营收占比



颐海国际各渠道营收增速

	2014	2015	2016	2017
关联方海底捞	54.1%	67.1%	30.2%	51.2%
经销商	73.4%	70.7%	19.4%	32.7%
电商	-48.8%	299.1%	422.9%	265.5%
第三方餐饮服务供应商	-61.9%	325.0%	277.2%	301.5%
一次性销售活动	-82.7%	326.5%	8.0%	171.4%

颐海国际关联方业务增长明细

	2014	2015	2016	2017
收入增速	56.9%	68.1%	32.5%	52.0%
销量增速	27.6%	30.0%	31.5%	48.1%
价格增速	22.9%	29.4%	0.8%	2.6%
海底捞门店扩张速度	36.6%	30.4%	20.5%	55.1%

2013-2017年颐海国际来自关联方海底捞的营收占比一直在55%以上。由于对海底捞集团的价格调整在2016年基本结束，因此关联方收入增速从16年开始与海底捞门店扩张速度基本趋于一致。

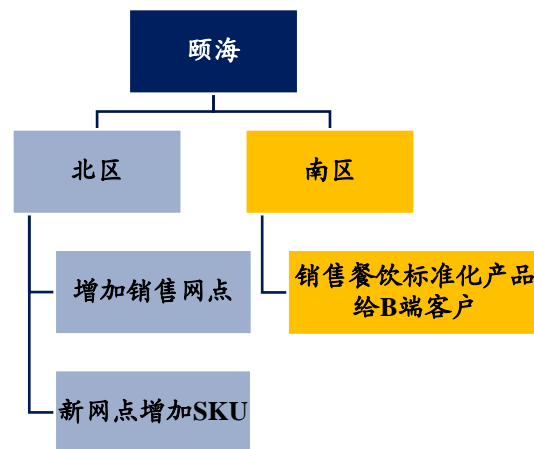
目前海底捞四宫格火锅的两格可以选择清水，并且从2017年Q4减少了火锅底料占比10%的菌菇底料的用量，叠加新开店存在爬坡期和开店时间集中在下半年的影响，2018年上半年颐海国际来自关联方的收入同比增速预计在20%-25%左右，海底捞加速开店对关联方业务收入增长的拉动将在今年下半年体现。

2016年经销商渠道优化后经销商数量已增加至1000家左右，今年上半年经销商渠道收入增速70%-80%，呈现出爆发趋势

颐海国际的经销商数量

	2013	2014	2015	2016	2017	截至目前
年初的经销商	68	116	212			
新增经销商	56	121	207			
终止现有经销商	8	25	80			
年末的经销商	116	212	339	782	814	1000左右

颐海国际的经销商渠道策略



颐海国际经销商渠道在2016年优化之前，每个省有1-2个经销商，由于海底捞的品牌力较强，因此KA渠道销售情况好，但传统流通市场由于经销商无法触及到各个端点，销售效果不理想。2016年上半年，公司按照地级市为单位，将经销商细分，采取最多两级的小区经销商制度，要求经销商能够配送产品至所有端点，经销商渠道得到优化，合作经销商数量翻倍。2017年年底，颐海共有814家经销商，50%为新加入，截至目前公司经销商数量已达1000家左右。2018年颐海国际的经销商渠道战略是做好渠道下沉、增加端点销售以及在新网点增加SKU。对于发展较慢的南区，今年公司的策略是鼓励经销商渠道销售餐饮标准化产品给B端客户。在发展成熟的北区，如陕西、河南、江苏等省市，渠道已经下沉到县级市，公司策略是促使经销商增加销售网点以及在每个网点增加SKU。由于进行了区域拆分，颐海国际规模最大的经销商一年进货额约1000多万元。

受益于持续的渠道下沉以及B端餐饮客户的贡献，预计今年上半年经销渠道收入同比增长70%-80%左右，显著加速。

第三方餐饮渠道今年上半年销售额近2000万元，接近2017年全年水平，经销商渠道的第三方餐饮业务同样增长迅猛

单个第三方餐饮客户贡献收入（单位：万元）

	2013	2014	2015	2016	2017
餐饮渠道收入	95.6	36.4	154.7	583.6	2,343.4
yoy		-61.9%	325.0%	277.2%	301.5%
餐饮客户数量			17	44	82
yoy				159%	86%
单客户贡献收入			9.1	13.3	28.6
yoy				46%	115%

颐海国际的第三方餐饮产品销售情况

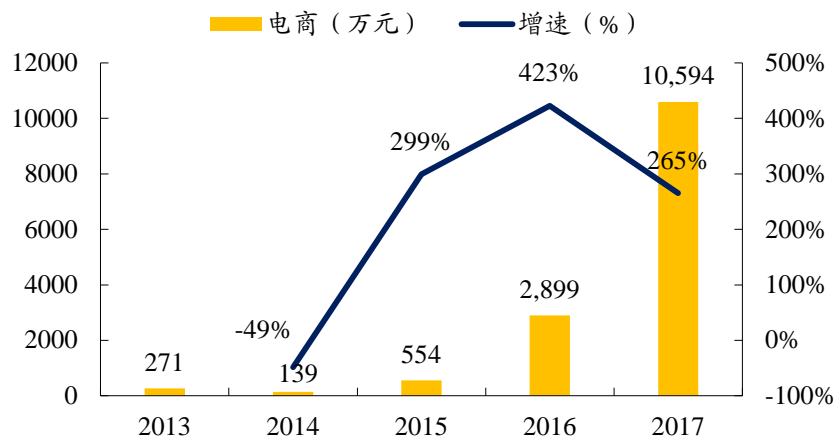
	2017年收入	客户规模要求	渠道
定制化产品	2343万元	3吨/月以上 10-15家规模连锁	第三方餐饮
标准化产品	约2000万元	无	经销商

颐海国际根据餐饮客户规模不同，分别供应两类产品：定制化产品和标准化产品，针对餐饮客户提供的标准化产品主要在包装大小上（5公斤包装）与流通渠道To C的标准化产品不同。对于餐饮企业的选择，颐海国际要求餐饮企业对调味品需求量在3吨/月以上（相当于10-15家规模的连锁店铺）。因为公司的餐饮标准化产品降低了小型连锁餐厅对厨师的依赖，降低人工成本，并能够保证质量安全和口味的标准化，因此目前颐海国际也鼓励经销商开展针对第三方餐饮的业务，但经销商主要卖标准化产品，且餐厅连锁规模较小，而公司第三方餐饮业务则主要卖定制化产品。

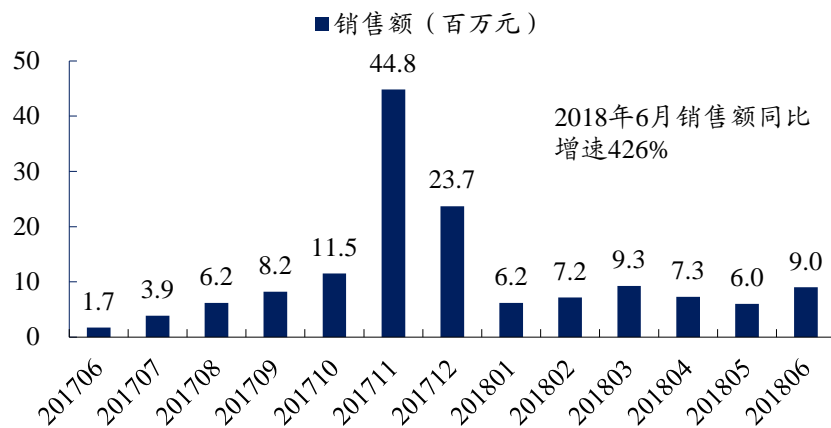
2015-2017年，颐海国际提供定制化产品的餐饮渠道客户数量分别为17、44和82家，主要客户有一麻一辣、麻省理工等。由于餐饮客户的定制化产品需要经过一个样品沟通到量产的过程，因此客户数量难以出现爆发式增长，主要的增长来自于餐饮客户自身的扩店增长，从单客户贡献收入2017年翻倍这一点可以看出。预计2018年上半年，公司第三方餐饮业务收入在2000万元左右，同比增长约70%-100%。

公司持续加大电商渠道投入，2017年销售规模超过1亿元，预计今年销售增长同比翻倍

颐海国际电商渠道收入及增速



颐海国际天猫旗舰店销售额



颐海国际电商渠道拥有5家直营店铺，以天猫旗舰店为主，2017年销售收入已经超过1亿元。近3年公司电商渠道一直保持着超过200%的同比增速，一方面是受低基数的影响，另外一方面2017年自加热小火锅开始在线上销售，不仅为电商渠道贡献了约60%的收入，也起到了引流的效果，带动了火锅底料和调味品等产品的销售增长。根据我们的电商渠道草根调研，颐海国际天猫旗舰店2018年6月销售额相比去年同期增长426%左右，表现非常抢眼。预计2018年上半年，公司电商销售同比增长超过100%。

公司当前产能主要来自成都及郑州工厂，未来3-4年产能将加速扩张，预计累计新增产能30万吨以上

颐海国际的产能布局

时间	工厂	产能
2018	马鞍山一期	4万吨
2019	霸州一期	5万吨
2020	霸州二期	5万吨
2020-2021	马鞍山二期	20万吨

颐海国际的产能利用率处于较高水平

	2013	2014	2015	2016	2017
产量合计（吨）	21,524	20,788	34,545		
销量合计（吨）	16,032	21,857	32,048	41,437	62,017
产销率（%）	74.5%	105.1%	92.8%		

当前产能主要来自成都（向蜀海租赁）与郑州工厂（自建），自产与OEM的比重约为9:1，其中自加热小火锅全部为OEM产品。火锅产品有淡旺季，为了旺季OEM能够分担一部分生产压力，淡季的时候颐海国际会给一些小单给OEM生产，从而维持良好的关系。2017年年底颐海建成马鞍山工厂，2018年投产预计带来4万吨新增产能，目前工厂还在爬坡期。今年马鞍山工厂用地是免费租给公司的（当地想要招商引资），所以公司可以快速投入生产。霸州一期预计2018年年底建成，2019年投产，带来5万吨新增产能（可能加设备）。霸州二期会在2020年投产，同样带来5万吨新增产能。2020-2021年，马鞍山二期将投产，二期还会分两期，共带来20万吨的新增产能。未来3-4年颐海国际预计将累计新增产能30万吨以上，足以保证海底捞及第三方的需求。

由于火锅底料这个品类比较特别，工艺复杂，因此目前还难以达到全自动化生产，需要部分生产环节人工处理，自动化是在罐装环节之后。颐海国际已经在跟罗克韦尔合作研发自动化生产线，未来霸州二期会最先引入一条自动化生产线。

预计颐海国际2018年净利润4.32亿元，同比增长66%左右

颐海国际盈利预测

单位: 亿元	2015	2016	2017	2018E
收入	8.47	10.88	16.46	25.67
增速 (%)	70%	28%	51%	56%
海底捞	4.65	6.06	9.16	12.82
增速 (%)	67%	30%	51%	40%
经销商	3.70	4.42	5.87	9.98
增速 (%)	71%	19%	33%	70%
餐饮	0.06	0.29	1.06	2.12
增速 (%)	299%	423%	265%	100%
电商	0.06	0.11	0.37	0.75
增速 (%)	326%	74%	241%	100%
毛利	2.94	4.17	6.12	9.80
毛利率 (%)	35%	38%	37%	38%
净利润	1.25	1.87	2.61	4.32
净利率 (%)	15%	17%	16%	17%
增速 (%)	193%	50%	40%	66%

THANKS

欢迎指正

本报告中所有数据和资料除特别注明外来源于Wind, Global Insight, CEIC, Bloomberg, Haver, BEA, NBER, 和HZI估计。

弘则弥道（上海）投资咨询有限公司

公司地址：上海市浦东新区世纪大道210号21世纪中心大厦1206室

免责声明

本报告仅供弘则弥道（上海）投资咨询有限公司正式签约的机构客户使用，不会仅因接收人/接受机构收到本报告而将其视为客户。本报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性，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。本报告中所提供的信息仅供参考。报告中的内容不对投资者做出的最终操作建议做任何的担保，也没有任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺。不作为客户在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议，也不作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。在任何情况下，本公司不对客户/接受人/接受机构因使用报告中内容所引致的一切损失负责任，客户/接受人/接受机构需自行承担全部风险。