

餐饮行业

2018.09.18

评级:

增持

上次评级:

增持

细分行业评级

餐饮行业

增持

## 下一个千亿市值龙头：海底捞与呷哺呷哺深度比较

	刘越男 (分析师)	赵政 (研究助理)
	021-38677706	021-38022689
	liuyuanan@gtjas.com	Zhaozheng020321@gtjas.com
证书编号	S0880516030003	S0880118060031

## 本报告导读:

解决了复制性和管理两大难题后，餐饮行业有望出现千亿市值的龙头公司。海底捞和呷哺呷哺处在餐饮行业最优赛道，拥有优秀的管理能力，本文深入比较两家公司的模式，探寻合理的市值空间。

## 摘要:

- **最优赛道：火锅高速增长，市场集中度仍很低。**①中餐 2017 年总营收达 31,920 亿元，市场份额达 80.5%。预计未来五年 CAGR8.9%。②2017 年前五大火锅餐厅经营者仅占市场份额 5.5%，海底捞 (6862.HK) 和呷哺呷哺 (0520.HK) 多年规模排在前十，海底捞占比达 2.2%，竞争优势明显。优秀的管理机制，不同的竞争赛道。①海底捞定位中高档，极致的服务已经成为现象级消费体验，门店分散。②呷哺呷哺是休闲小火锅赛道挖掘者，欲借凑凑（定位比海底捞更高）实现弯道超车。门店大部分在北方城市。③两家公司创始人即大股东，股权结构明晰，董事会以创始团队为主。机制好，管理优秀。
- **收入端：海底捞迎来门店扩张期、呷哺客单价提升迅速。**①截至 2018 年中，海底捞有 341 家餐厅，未来 3 年按每年新开 180-200 家。2017 年一线城市占比已从 34% (2015) 降至 24%，二三线从 61% 提至 69%。北上深商区覆盖率近 60%，广州 17.9%，二三线城市不到 50%，空间广阔。客单价和翻台率不会大幅提升。②截至 2018 年中，呷哺呷哺有 780 家餐厅，每年新增 100 家左右。呷哺呷哺通过提高食材品质和凑凑，继续提升客单价。通过外卖延长供应时间。③新开店效率都很高：海底捞新店 1-3 个月内实现盈亏平衡，6-13 个月实现现金投资回报。呷哺呷哺新店投资约为 150 万/家。开业 3 个月即可收支相抵，开业 14 个月可收回成本。
- **成本端：管理优秀，成本控制给力。**①由于以服务取胜，海底捞人工占收入比较高 (34.2%vs25.0%)，但在相同定位的餐厅中，海底捞人工工资占比并不高，激励是通过文化、职业路径等多重途径实现的。②受益于强大的引流能力，海底捞租金议价能力强，单位面积实现收入高，租金收入比和单位租金显著低于同行。③海底捞原材料占比 47.3%，高于呷哺呷哺 36.8%，2017 年海底捞公司原材料中 84% 来自关联交易，质量高、周转快 (2016 / 17 年存货周转率达 70.0 / 59.6%)。
- **投资建议：维持餐饮行业“增持”评级。行业快速发展，集中度提升利好龙头连锁餐饮龙头公司。呷哺呷哺给予“增持”评级。**
- **风险提示：宏观经济变化，可能导致消费水平下降，或公司成本提升；迅速扩张后，管理系统未必能有效应对；新店开业影响短期盈利。**

## 相关报告

餐饮旅游业：《翻滚吧！小火锅！》

2017.07.24

## 目录

1. 餐饮最优赛道：火锅高速增长，市场集中度仍很低	5
2. 优秀的管理机制，不同的竞争赛道	7
2.1. 海底捞创始人即大股东，股权结构明晰	7
2.2. 呷哺呷哺股权集中，创始人兼董事长绝对控股	9
3. 不同赛道、各有所长	9
3.1. 海底捞：中高端正餐火锅赛道领跑者	9
3.2. 呷哺呷哺：休闲小火锅赛道挖掘者，欲借凑凑实现弯道超车	10
4. 收入增长：呷哺呷哺提质升级、海底捞加速开店	11
4.1. 海底捞迎来开店高峰	11
4.1.1. 发力二三线城市，海底捞公司迎来开店高峰	12
4.1.2. 未来开店量及境内餐厅收入预测	14
4.2. 呷哺呷哺低资本开支、门店将稳健增长	15
4.3. 海底捞客单价基本稳定，呷哺呷哺将显著提升	17
4.3.1. 海底捞客单价稳定提升	18
4.3.2. 高翻台率见证好口碑，但已不是核心追求指标	19
4.3.3. 呷哺呷哺同店销售增速表现优异，客单价不断上涨	21
4.3.4. 呷哺呷哺 2.0：店面升级提高客流量与人均消费	22
4.3.5. 呷哺小鲜+呷煮呷烫外卖：提高门店经营时长和销售密度	22
4.3.6. 优化菜品结构，多样化人气选择	22
5. 成本端：管理优秀，成本控制给力	23
5.1. 海底捞食材品质严格把控，关联交易较多	23
5.2. 呷哺呷哺采购规模大，成本优势明显	26
5.2.1. 完善的供应链体系支撑公司扩张计划	27
5.2.2. 产业链拓展：调料业务	28
5.3. 海底捞多维度激励，员工成本其实并不高	29
5.4. 海底捞强大品牌力弥补门店位置劣势，租金成本低	31
6. 财务分析：海底捞收入快速增长，利润弹性更大	34
7. 盈利预测：呷哺呷哺稳健增长，海底捞弹性很大	37
8. 风险提示	37

## 图目录

图 1：2017 年各主要省份餐饮增速超过 10%	5
图 2：二线城市餐饮消费增速普遍高于一线城市	5
图 3：预计中国中式餐饮未来五年 CAGR 达 8.9%	5
图 4：中式餐饮中火锅占比最高达 13.7%	5
图 5：预计中国火锅市场未来五年 CAGR 达 10.2%	6
图 6：海底捞公司在国内火锅行业占据明显优势	7
图 7：海底捞公司在海外市场收入处于绝对领先	7
图 8：海底捞全资拥有各直营店及负责外卖、供应链管理、采购公司	7
图 9：呷哺呷哺股权集中	
图 10：预计中高端火锅	
图 11：凑凑装修精细高	

图 12: 海底捞近年扩张加速 .....	11
图 13: 呷哺呷哺店铺集中在北方 .....	11
图 14: 海底捞公司在境内 26 个省 / 直辖市开设直营店 .....	12
图 15: 海底捞公司在境外开设直营店 .....	12
图 16: 海底捞公司 2018 年预计新开店 180~220 家 .....	12
图 17: 海底捞公司 2017 年在二三线城市开店量快速增长 .....	12
图 18: 海底捞公司加大二三线城市的餐厅布局 .....	13
图 19: 海底捞公司二线城市营收成为中坚力量 .....	13
图 20: 海底捞三线城市每日每店顾客量低基数高增长 .....	13
图 21: 海底捞公司一线城市客单价领先 .....	13
图 22: 海底捞主要布局与商区和交通便利地区 .....	13
图 23: 新增商区提供广阔增长空间 .....	13
图 24: 呷哺呷哺店未来计划每年扩张 100 家 .....	16
图 25: 呷哺呷哺统一的餐厅设计 .....	17
图 26: 标准的菜品、定价和促销手段 .....	17
图 27: 海底捞客单价更高 .....	18
图 28: 海底捞翻台率更高 .....	18
图 29: 香天下主打独特的花椒、辣椒与香油 .....	18
图 30: 小龙坎以新鲜食材著称 .....	18
图 31: 海底捞于香天下和小龙坎客单价近似 .....	19
图 32: 海底捞公司客单价增速略高于 CPI 增速 .....	19
图 33: 2015-2017 年翻台率不断上升 .....	20
图 34: 新开餐厅翻台率同样保持较高水平 .....	20
图 35: 顾客对海底捞满意度高 .....	20
图 36: 年度翻台率呈下降趋势 .....	21
图 37: 各地门店翻台率情况, 上海最低 .....	21
图 38: 全国同店收入增速回升 .....	21
图 39: 上海 2017 年同店收入增长回落 .....	21
图 40: 北京同店销售增速超历史水平 .....	21
图 41: 除北上津以外城市同店销售增速快速增长 .....	21
图 42: 呷哺呷哺 2.0 升级后的装修和布局 .....	22
图 43: 呷哺呷哺顾客人均消费不断升高 .....	23
图 44: 海底捞公司的成本开支中 34.2% 为人工成本 .....	24
图 45: 主要火锅食材成本有所上涨 .....	24
图 46: 海底捞公司的食材等原材料占比较高 .....	24
图 47: 海底捞公司对食材品质把控更为严格 .....	25
图 48: 海底捞公司存货周转率远高于同业水平 .....	25
图 49: 海底捞公司客单成本较为稳定 .....	25
图 50: 原材料成本随收入增长呈上涨趋势 .....	26
图 51: 原材料的成本占比逐年下降 .....	26
图 52: 牛肉价格基本稳定, 羊肉价格小幅上升 .....	26
图 53: 公司在全国及各地区餐厅层面到 2017 年利润率均呈上升趋势 .....	27
图 54: 肉菜集中采购, 价格便宜且品质可控 .....	27
图 55: 三层物流体系 .....	
图 56: 牛肉松茸酱 .....	
图 57: 咖喱锅底 .....	

图 58: 员工对公司各维度评价高.....	29
图 59: 良好的培训机制和清晰的晋升途径.....	30
图 60: 海底捞公司老店长的薪酬激励机制.....	30
图 61: 服务员的微笑服务打动人心.....	31
图 62: 为等位的顾客提供美甲等免费服务.....	31
图 63: 海底捞职工薪酬占比达 29.3%，重视人工成本.....	31
图 64: 海底捞人均薪酬位于行业平均水平之下.....	31
图 65: 海底捞公司在租金支出上具有显著优势.....	32
图 66: 海底捞公司单位租金低于同业.....	32
图 67: 不同翻台率假设下，海底捞公司租金水平.....	32
图 68: 海底捞与小南国门店位置对比.....	32
图 69: 北京海底捞与店位置对比.....	33
图 70: 海底捞公司 97.7% 收入来自于火锅餐厅业务.....	34
图 71: 海底捞收入增速不断加快.....	35
图 72: 两家公司利润增速逐渐放缓.....	35
图 73: 呷哺呷哺毛利率更高.....	35
图 74: 两家公司净利率水平较为一致.....	35
图 75: 海底捞公司 2017 年净利率达 11.2%.....	35
图 76: 海底捞公司净利率水平较为领先.....	35
图 77: 海底捞 ROE 大幅领先呷哺呷哺.....	36
图 78: 海底捞资产周转率更快.....	36
图 79: 海底捞权益乘数更高.....	36

## 表目录

表 1: 2013-2017 年十大火锅品牌变化.....	6
表 2: 海底捞公司当前股东及高管.....	8
表 3: 呷哺呷哺公司管持股情况.....	9
表 4: 传统火锅与快速休闲火锅对比.....	10
表 5: 海底捞在一二三线代表性城市选址情况.....	13
表 6: 未来三年开店量测算.....	14
表 7: 未来三年境内餐厅收入测算.....	15
表 8: 呷哺呷哺门店数量及地域分布.....	15
表 9: 小龙坎部分食材价格略高于海底捞.....	19
表 10: 两家公司成本对比.....	23
表 11: 海底捞公司主要的关联采购方.....	24
表 12: 呷哺呷哺和海底捞公司单店模型.....	33
表 13: 营改增带来税收红利测算.....	36
表 14: 可比公司估值对比（截至 2018 年 9 月 17 日）.....	37

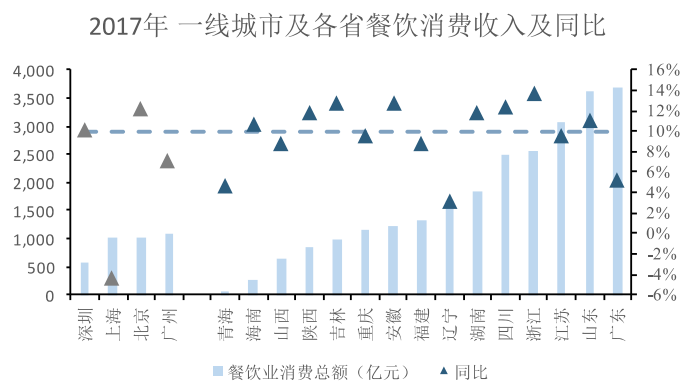
## 1. 餐饮最优赛道：火锅高速增长，市场集中度仍很低

我国的餐饮业从 2012 年开始转型，逐步回归大众市场，近年来呈现高速增长稳步的增长态势。中式餐饮是中国餐饮市场的最大组成部分，2017 年总营收达 31,920 亿元，市场份额达 80.5%。在过去五年间，中式餐饮的年复合增长率达 9.9%，2015、2016 年同比增速超过 10%。预计未来五年年复合增长率 8.9%。

在中式餐饮中，火锅解决了“众口难调”和难以复制的难题，是家人、朋友聚餐的首选之一，且尤其受到年轻人的喜爱，**2017 年其在中国市场总营收达 4,362 亿元，占比 13.7%、位居第一**。过去五年间，以海底捞、呷哺呷哺等为代表的火锅市场蓬勃发展，CAGR 高达 11.6%，预计 2022 年市场规模将达到 7,077 亿元，未来五年将以 10.2% 的 CAGR 继续领跑餐饮行业。

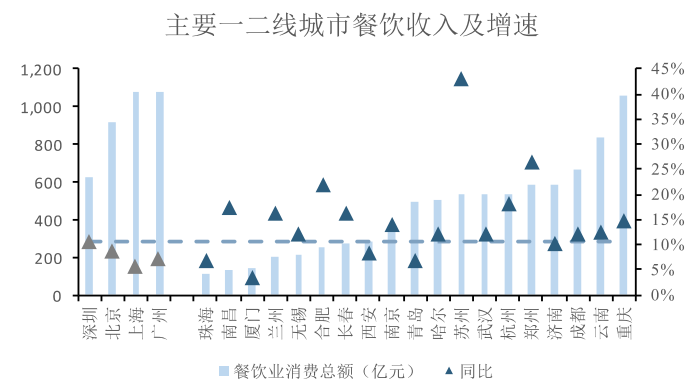
近年来北上广深四大一线城市餐饮消费趋于饱和，增速放缓，2017 年上海市餐饮消费成-4%的负增长，其他各省半数以上增速超过 10%。2016 年一线城市的餐饮收入总额平均达 923 亿元，约为其他二线城市平均水平两倍，但是约 70%~80% 的二线城市增速均呈两位数增长，其中，苏州、郑州、合肥增速甚至高达 43% / 27% / 22%，具备广阔的市场潜力。（注：本文对城市等级的划分均依据海底捞公司招股说明书的划分方式：“一线城市”指北京、上海、广州、深圳；“二线城市”指一线城市以外的所有直辖市、省会城市、外加青岛、厦门、宁波、大连、珠海、苏州、无锡；“三线及以下”指一线城市及二线城市以外的所有城市地区）。

图 1：2017 年各主要省份餐饮增速超过 10%



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 2：二线城市餐饮消费增速普遍高于一线城市



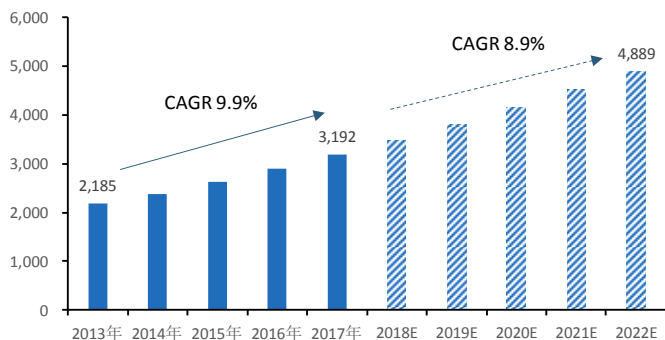
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 3：预计中国中式餐饮未来五年 CAGR 达 8.9%

图 4：中式餐饮中火锅占比最高达 13.7%

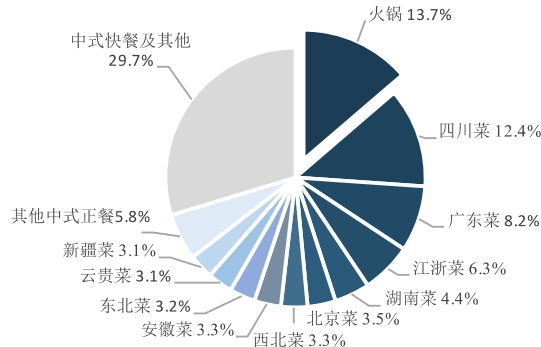


2013-2022E中国市场中式餐饮收入（十亿元）



数据来源：海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

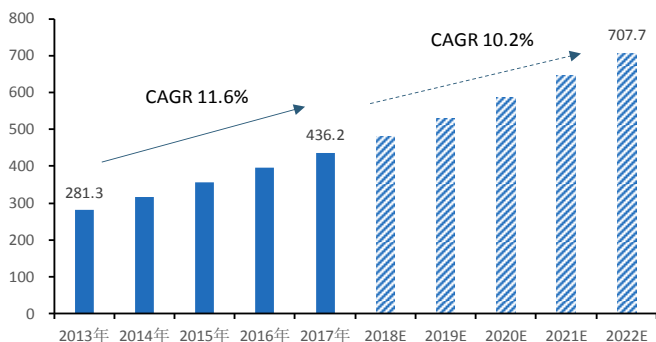
中式餐饮各类别占比



数据来源：海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

图 5：预计中国火锅市场未来五年 CAGR 达 10.2%

2013-2022E中国市场火锅收入（十亿元）



数据来源：海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

我国的中式餐饮市场高度分散，2017 年前五大经营者仅占整个市场份额的 0.8%，海底捞以 0.3% 的份额位居榜首。火锅因其食材、酱料等的同质化程度高，市场高度分散、竞争激烈。2017 年，前五大火锅餐厅经营者仅占火锅市场份额 5.5%，海底捞占比达 2.2%，其他经营者的市占率均低于 1%。根据中国烹饪协会每年评选的“中国火锅十大品牌”的数据，2013-2017 年间仅有海底捞、重庆德庄、和呷哺呷哺三家品牌一直名列“十大火锅”之中，其余的席位则一直在发生变化。

表 1：2013-2017 年十大火锅品牌变化

排序	2013	2014	2015	2016	2017
1	海底捞	百年老妈	东来顺	朝天门	小肥羊
2	小尾羊	重庆德庄	海底捞	重庆德庄	海底捞
3	刘一手	东来顺	欢乐牧场	东来顺	黄记煌
4	重庆德庄	福成肥牛	黄记煌	海底捞	皇城老媽
5	东来顺	海底捞	南门涮肉	南门涮肉	巴将军
6	黄记煌	黄记煌	年记餐饮品质涮坊	年记餐饮品质涮坊	重庆德庄
7	呷哺呷哺	刘一手	呷哺呷哺	彤德菜	呷哺呷哺
8	澳门豆捞	麻辣空间	小肥羊	呷哺呷哺	刘一手
9	秦妈火锅	呷哺呷哺	新辣道		

10

重庆小天鹅

缘生泰

重庆德庄

重庆小天鹅

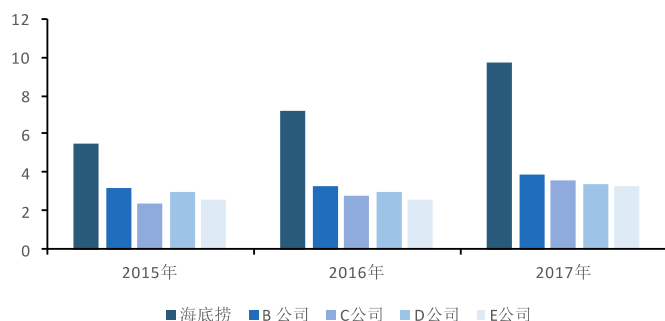
辉哥火锅

资料来源：中国烹饪协会、国泰君安证券研究

随着中式餐饮逐步得到外国食客的认可与喜爱，近年来我国多家中式餐饮企业逐步将业务拓展至海外。2017年，海底捞的境外市场收入达7.03亿元，是位列第二的公司三倍之多，处于绝对领先的地位。

图 6：海底捞公司在国内火锅行业占据明显优势

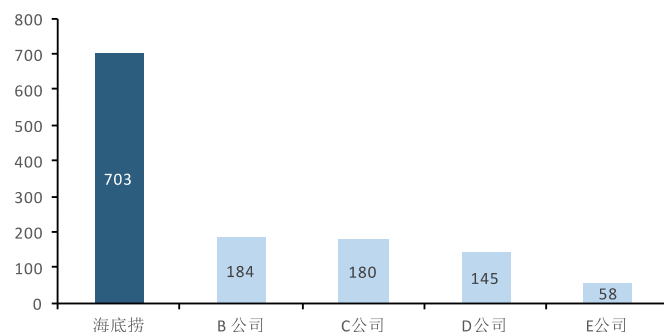
国内前五大火锅经营商境内收入（十亿元）



数据来源：海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

图 7：海底捞公司在海外市场收入处于绝对领先

2017中国前五大餐饮企业境外收入（百万元）



数据来源：海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

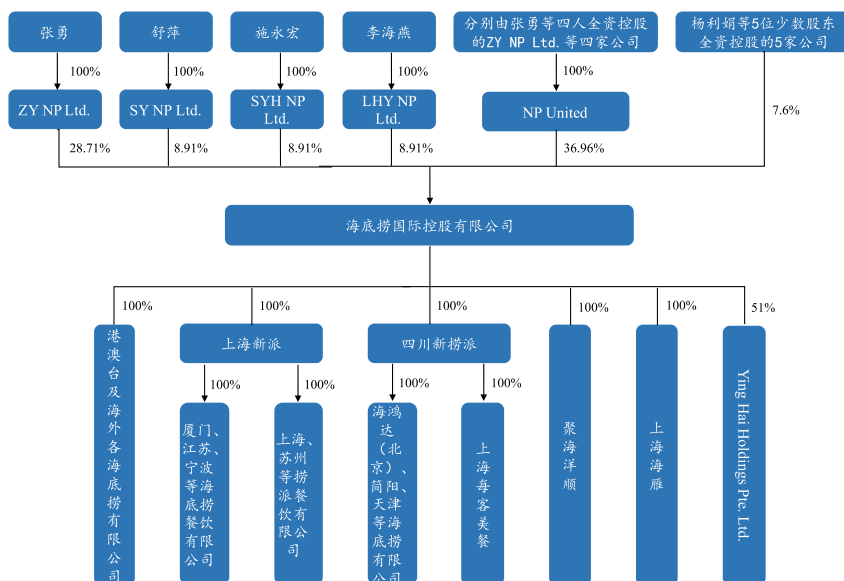
## 2. 优秀的管理机制，不同的竞争赛道

### 2.1. 海底捞创始人即大股东，股权结构明晰

公司由张勇、舒萍及施永宏三人创立，当前第一大股东为 NP United Holding Ltd.（由张勇、舒萍、施永宏和李海燕四人按比例间接持有），持股比例达 36.96%，张勇个人直接及间接持股比例达 47.85%。另有杨利娟等 5 位少数股东全资控股的公司持股比例合计达 7.6%，但此次公开发行完成后，该 7.6% 的股份将在当前其余几大股东之间分配。

公司全资拥有境内外各地的海底捞餐饮公司、上海每客美餐（负责火锅配送业务）、聚海洋顺实业有限公司（从事集团供应链管理）和上海海雁贸易有限公司（作为公司的采购平台）。

图 8：海底捞全资拥有各直营店及负责外卖、供应链管理、采购公司



数据来源：海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

公司的董事会由四名执行董事，一名非执行董事和三名独立董事构成。非独立董事中包含三位集团创始人，对公司的发展理念、管理结构都具备深刻的认识，且非独立董事成员年龄普遍在 44-48 岁，较为年轻，能够以新兴科技和理念促进公司更好地发展。

表 2：海底捞公司当前股东及高管

股东		
主要股东名称	所占公司权益比例	备注说明
NP United Holding Ltd.	36.96%	由 ZY NP Ltd. 持有 51.778% 股权，分别由 SY NP Ltd.、SYH NP Ltd.、LHY NP Ltd. 持有 16.074% 权益
ZY NP Ltd.	28.71%	由张勇全资控股及实益拥有
SY NP Ltd.	8.91%	由舒萍全资控股及实益拥有
SYH NP Ltd.	8.91%	由施永宏全资控股及实益拥有
LHY NP Ltd.	8.91%	由李海燕全资控股及实益拥有
其他少数股东	7.60%	
董事		
姓名	职位	主要职责
张勇	主席兼执行董事	统筹集团管理、战略发展
舒萍	非执行董事	监督集团管理、战略发展
施永宏	执行董事	参与监督管理、战略发展
邵志东	执行董事	技术创新开发
佟晓峰	执行董事	财务及投资
Chua Sin Bin	独立董事	监督并独立判断
Hee Sheng Fong		
齐大庆		

数据来源：海底捞公司招股说明书

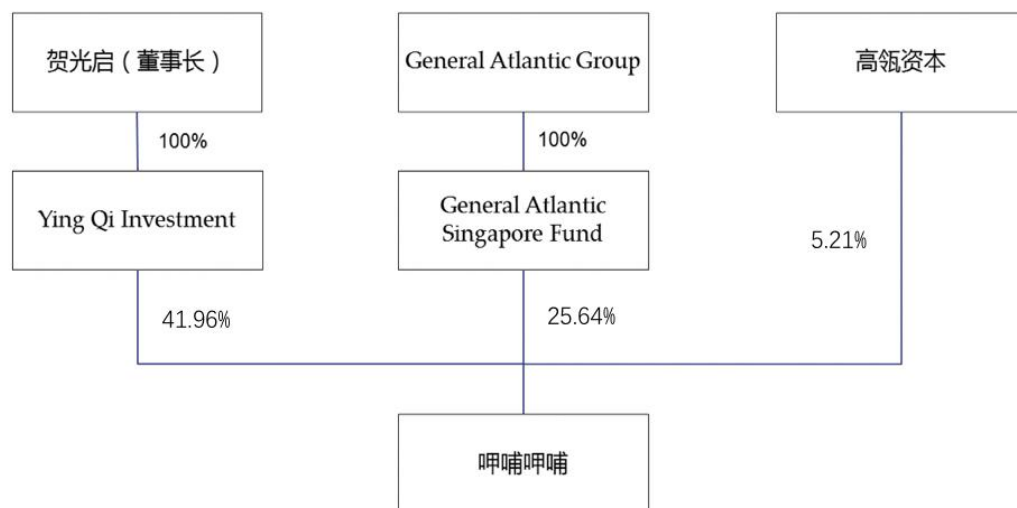


## 2.2. 呷哺呷哺股权集中，创始人兼董事长绝对控股

呷哺呷哺股权较为集中。截止 2017 年 12 月，前四大股东分别为 Ying Qi Investment Limited, GASF, 高瓴资本, YHG investment, 共持股约 72.98%。其中，Ying Qi Investment Limited 持有的 41.96% 股份由董事长兼创始人贺光启通过 Ying Qi PTC 全资拥有。

有限高管持股。公司董事会与高管平均年龄为 52 岁，其中公司高管中仅董事长、行政总裁持有股份，且后者持有股份占比仅 1.42%，多数通过行使股权激励计划中所含的认购期权获得。

图 9：呷哺呷哺股权集中



数据来源：呷哺呷哺招股说明书、国泰君安证券研究

表 3：呷哺呷哺公司管持股情况

持股人姓名	职务	持股数量(万股)	持股比例%	持股市值(万元)	备注
贺光启	执行董事	45,098.60	42.05	216,158.34	
陈素英	非执行董事	45,098.60	42.05	216,158.34	配偶权益
杨淑玲	执行董事,行政总裁	1,525.76	1.42	6,855.40	
张诗敏	独立非执行董事	0	0	0	
谢慧云	独立非执行董事	0	0	0	
韩炳祖	独立非执行董事	0	0	0	
魏可	非执行董事	0	0	0	
张弛	非执行董事	0	0	0	

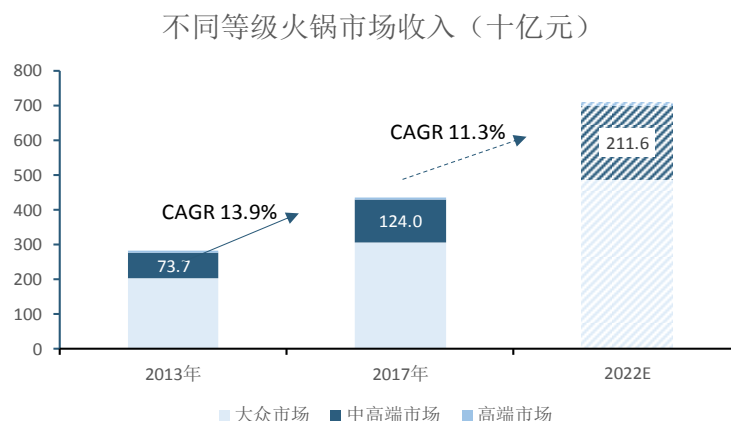
资料来源：Wind，国泰君安证券研究

## 3. 不同赛道、各有所长

### 3.1. 海底捞：中高端

当前火锅市场中以人均 60 元以下的大众市场为主，其占比约为七成。海底捞所属的人均消费在 60~200 元的中高端市场增长最快，过去五年间其 CAGR 达 13.9%，领先于高端市场（11.4%）和大众市场（10.7%），市场占比从 2013 年的 26% 上升到 30%。随着消费升级和年轻一代追求高品质饮食的消费观念进一步提升，预计未来中高端火锅将占据更高的市场份额，在 2022 年中高端火锅市场收入预期将达到 211.6 亿元。

图 10：预计中高端火锅市场收入 2022 年达 2,116 亿元



数据来源：海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

### 3.2. 呷哺呷哺：休闲小火锅赛道挖掘者，欲借凑凑实现弯道超车

呷哺呷哺同时属于休闲快餐，凑凑是定位较高的正餐。呷哺呷哺与凑凑在客户群定位、人均消费、设施服务方面均有不同。

表 4：传统火锅与快速休闲火锅对比

	传统火锅	快速休闲火锅
服务设施	多名顾客同时公用一锅，或每名顾客专用一锅。一般有全套的餐桌服务。	一人一锅，顾客通常绕吧台就坐，餐桌服务简单。
SKU	食材选择丰富，SKU 数量较多	菜式精简，SKU 数量较少
目标顾客	大多数顾客是亲朋好友成群而来	大多数顾客是两三好友结伴而来
人均消费	中等偏高，一般在 65-100 元	较低，一般在 35-65 元
店铺位置	面积较大，一般在 500 平方米以上	位于人流量密集的地点，座位摆放较密，店铺面积一般介于 100-300 平方米之间
资本要求	资本要求高，装修标准和设备要求高	相对低，一般资本开支低于 150 万元
竞争格局	市场高度分散，主要经营包括小肥羊、小尾羊和海底捞	呷哺呷哺目前占据主导地位

资料来源：国泰君安证券研究

就总体情况来看，海底捞和呷哺呷哺的目标客户群有明显的区别，海底捞的客单价在 100 元左右，而呷哺呷哺的客单价在 48 元左右。但是根据最新呷哺呷哺公布的 2019 年中期业绩报告，由呷哺呷哺休闲餐饮品牌凑凑 2018 年 H1 营业收入 1 百万元，扭亏为盈。凑凑：

元左右的水平，海底捞以服务著称，凑凑主打较高的食材。从近期的经营情况看，目前已有 28 家店分布在北京、上海、深圳、江苏、陕西、湖北和浙江，在重要城市和省份都有落子，逐渐渗透海底捞的优势区域。

图 11: 凑凑装修精细高档

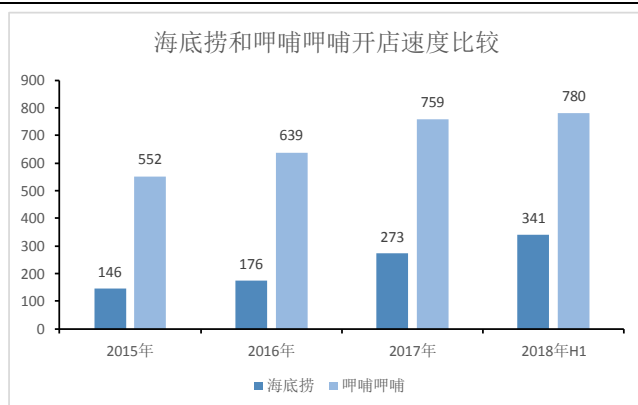


数据来源：百度图片

#### 4. 收入增长：呷哺呷哺提质升级、海底捞加速开店

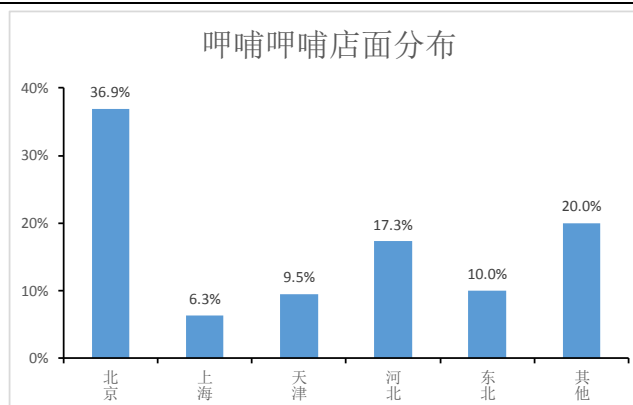
截至 2018 年年中，呷哺呷哺有 780 家餐厅，海底捞只有 341 家餐厅。呷哺呷哺每年扩张门店在 100 家左右，而海底捞由于上市募集到足够的资金，计划未来三年按每年 180-200 家的速度加快布局。海底捞分散布局，呷哺呷哺餐厅布局集中在北方，截至 2018 年中，北京、河北、东北和天津地区占据了 73.4% 的门店。

图 12: 海底捞近年扩张加速



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 13: 呷哺呷哺店铺集中在北方



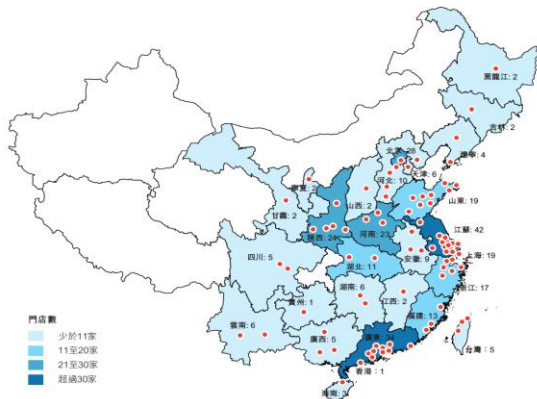
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

#### 4.1. 海底捞迎来开店高峰

成立于 1994 年，20 余年间先后在四川、西安、郑州、北京、上海等 26 个省 / 直辖市及新加坡、  
 2018 年 6 月 30 日管理运  
 厅及 25 家境外餐厅，201

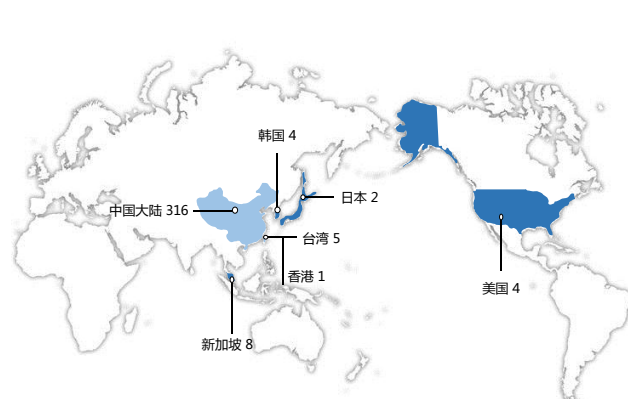
展步入高速成长期且发力二三线城市，2017 年新增店量 98 家，2018 年上半年新开 71 家，今年预计进一步新增 180-220 家。海底捞品牌在中式餐饮行业已经形成一种独特的文化现象，成为极致服务体验和就餐体验的代名词。

图 14: 海底捞公司在境内 26 个省 / 直辖市开设直营店



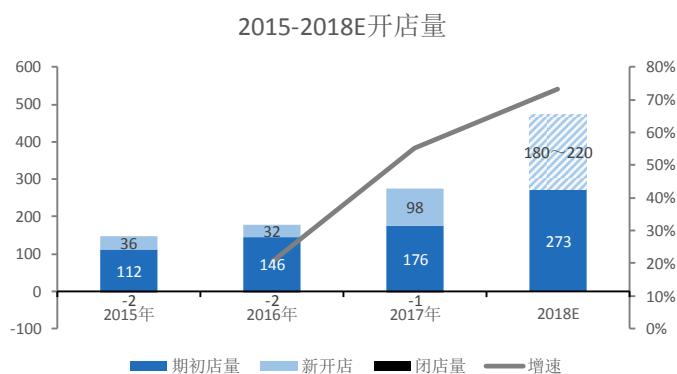
数据来源: 海底捞公司招股说明书

图 15: 海底捞公司在境外开设直营店



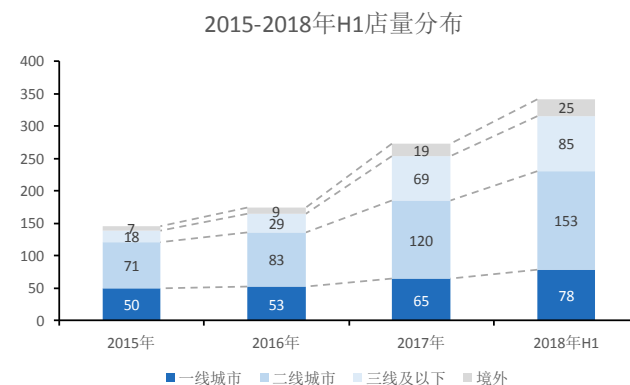
数据来源: 海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

图 16: 海底捞公司 2018 年预计新开店 180~220 家



数据来源: 海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

图 17: 海底捞公司 2017 年在二三线城市开店量快速增长



数据来源: 海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

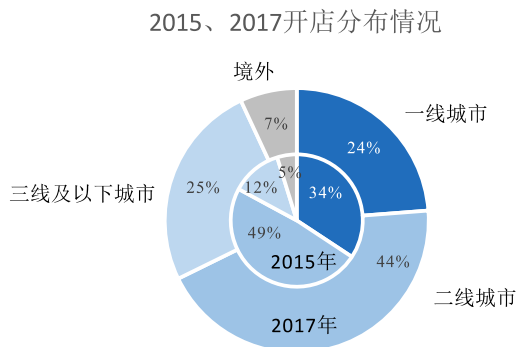
#### 4.1.1. 发力二三线城市，海底捞公司迎来开店高峰

二三线城市覆盖率仍然有很大空间。公司在餐厅布局上，2016 和 2017 年间，一二三线城市分别新开店 15 / 49 / 51 家，一线城市占比从 2015 年的 34% 降低至 24%，二三线城市占比合计从 61% 提升至 69%。餐厅数量的快速扩张使得二三线城市的营收增速显著高于一线城市，尤其是三线城市，连续两年保持成倍增长。

海底捞在各城市的门店就几乎都处于商业中心的次优位置，以一线城市为例，其门店 98% 位于商业区，85% 靠近地铁口，98% 周围有 KTV、酒吧等娱乐场。其中，海底捞在北京、上海、深圳的商区覆盖率近 60%，在广州的覆盖率为 17.9%。随着商圈布局向市中心以外地区延伸，预计仍有扩增空间。在二三线城市如杭州、常州、义乌等，海底捞的商区覆盖率不到 50%，加之随着的建设也如雨后春笋一般。

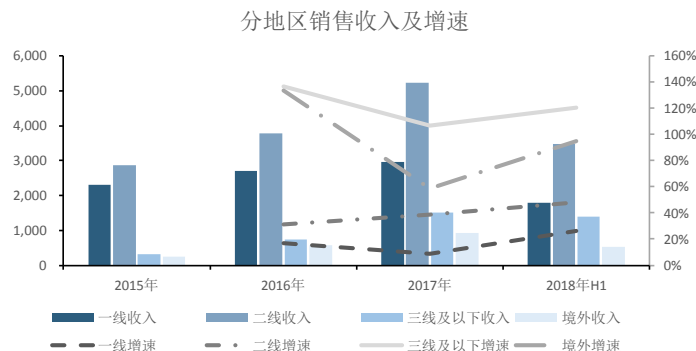
供广阔的市场空间。

图 18: 海底捞公司加大二三线城市的餐厅布局



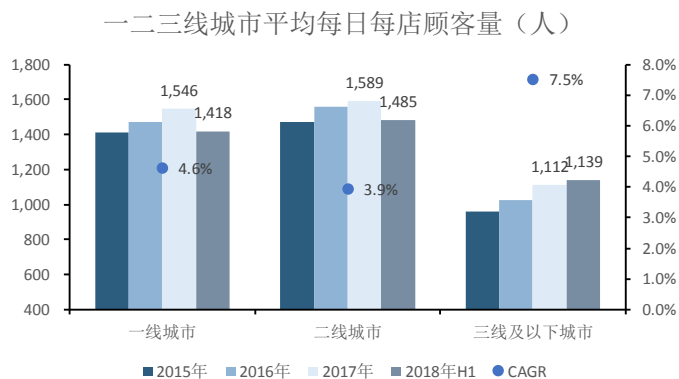
数据来源: 海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

图 19: 海底捞公司二线城市营收成为中坚力量



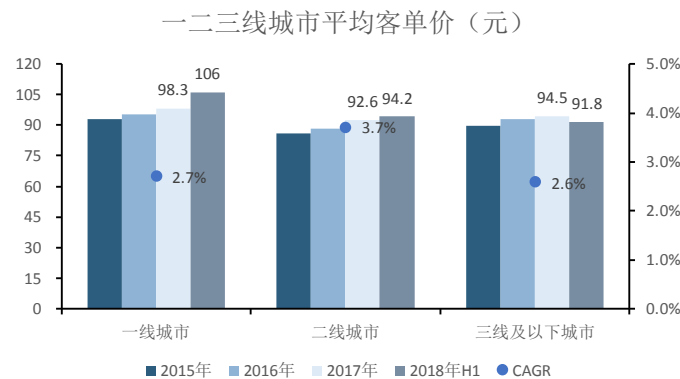
数据来源: 海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

图 20: 海底捞三线城市每日每店顾客量低基数高增长



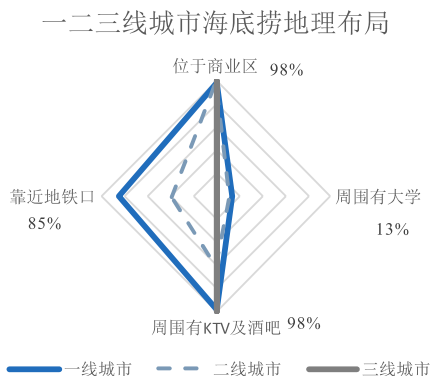
数据来源: 海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

图 21: 海底捞公司一线城市客单价领先



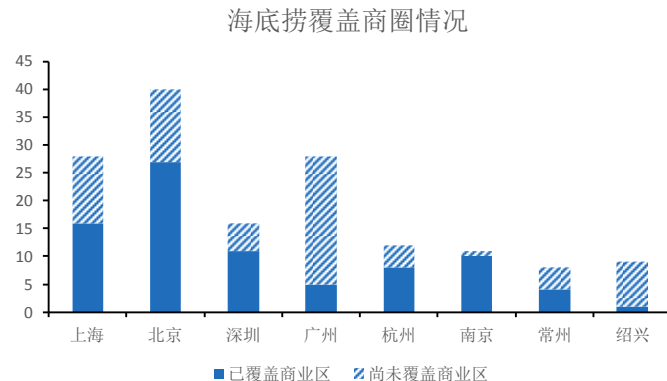
数据来源: 海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

图 22: 海底捞主要布局与商业区和交通便利地区



数据来源: 大众点评、赢商大数据、国泰君安证券研究

图 23: 新增商区提供广阔增长空间



数据来源: 大众点评、赢商大数据、国泰君安证券研究

表 5: 海底捞在一二三线代表性城市选址情况

城市	总店数	城市总商区数	覆盖
一线	上海	16	28



	北京	27	40	27	5	27	23
	深圳	12	16	11	0	11	9
	广州	5	28	5	1	5	4
二线	杭州	8	12	8	1	3	2
	南京	10	11	10	1	8	5
三线	常州	4	8	4	0	4	0
	绍兴	1	9	1	0	1	0

数据来源：大众点评、赢商大数据、国泰君安证券研究

良好的运营管理使得公司餐厅的盈亏平衡期和投资回报期远远快于同行水平，是公司敢于快速开店的根本原因。根据已往餐厅记录，公司餐厅一般于 1-3 个月内实现初始月盈亏平衡，6-13 个月实现现金投资回报。而大部分中餐厅要 3-6 个月才能实现初始月盈亏平衡，15-20 个月实现现金投资回报。

#### 4.1.2. 未来开店量及境内餐厅收入预测

我们预计到 2020 年，四所一线城市总店量将实现翻倍，每所店量达 30 家；二线城市每所平均店量达 10 家（川渝地区开店量较少，而江浙、广东地区开店较多，两者店量相调剂后平均每所城市达 10 家），共计 320 家；对于三线城市，我们考虑公司将覆盖所有 2017 年 GDP 全国前 200 的城市，即基本覆盖地级市，并将其按照 GDP 和人口的标准划分为四类，每类每城的开店量分别为 5/4/3/2，共计 572 家。由此得出 2020 年境内总店量达 1076 家，相比于 2017 年底共增加 822 家。我们预计公司在未来三年间稳步扩张，新开店量分别达 180/190/200 家。

根据过去三年的数据，客单价每年的涨幅在 2.5%-3%；但考虑到大规模新开店后，旧店的一部分客流将分流至同城新店，顾客的等位时间减少，体验度提升，餐厅的翻台率会有所下降，故而我们预计未来三年单店的营收增速将放缓，预测一二三线城市每家餐厅每年增速为 2%、3%、2%。由此得出 2018-2020 境内餐厅收入将达到 180.1/290.3/421.4 亿元。

表 6：未来三年开店量测算

	一线城市	二线城市	三线及以下城市	合计
2017 年总店数	65	120	69	254
基本上 GDP ≥ 3000 亿元且人口 ≥ 500 万，42 所城市*5 家=210				
2020E 总店量	4 所城市	32 所城市	GDP 约为 2000~3000 亿的，42 所城市*4 家=168	
	*30 家=120	*12 家=384	GDP 约为 1500~2000 亿的，38 所城市*3 家=114	
			GDP TOP200 之内	
合计	120	384		

未来三年间新 开店量合计	55	264	503	822
-----------------	----	-----	-----	-----

每年新开店量

	一线城市	二线城市	三线及以下城市	合计
2018E	18	62	100	180
2019E	18	62	110	190
2020E	18	62	120	200

数据来源：国泰君安证券研究

表 7：未来三年境内餐厅收入测算

每年总店数				
	一线城市	二线城市	三线及以下城市	合计
2017A	65	120	69	254
2018E	83	182	169	434
2019E	101	244	279	624
2020E	119	306	399	824
餐厅平均每日销售额（千元）				
	一线城市	二线城市	三线及以下城市	
2017A	152.1	147.1	105.2	
2018E	164.3	155.9	114.7	
2019E	177.4	165.3	125.0	
2020E	191.6	175.2	136.2	
总收入(百万元)				
	一线城市	二线城市	三线及以下城市	合计
2017A	2,959	5,231	1,518	9,709
2018E	4,437	8,594	4,981	18,011
2019E	5,957	12,850	10,219	29,026
2020E	7,693	17,586	16,857	42,136

数据来源：海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

## 4.2. 呷哺呷哺低资本开支、门店将稳健增长

截止 2018 年中，公司拥有控股子公司 2 家，门店 780 家，均采用直营模式，主要集中在北京、天津等华北地区。

表 8：呷哺呷哺门店数量及地域分布

地区	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 H1
北京	234	246	275	285	282	288
上海	55	58	58	54	50	49
天津	34	42	49	60	66	74
其他	62	106	170			
合计	385	452	552			

资料来源：呷哺呷哺公司年报、国泰君安证券研究

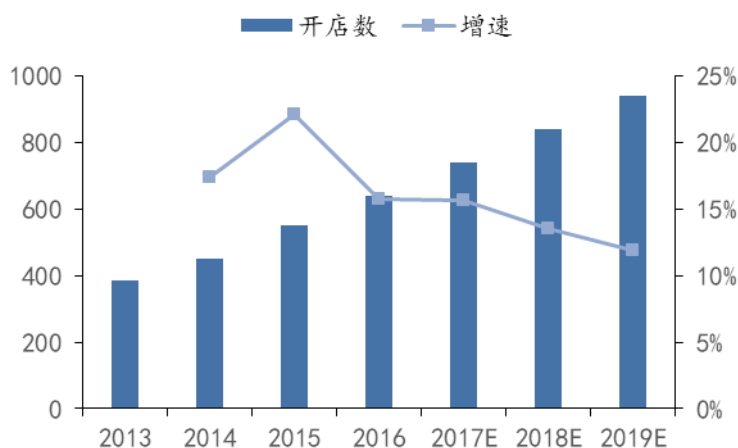
2016 年公司试水中高端餐饮，推出火锅品牌“凑凑”，以台式风味及极致台式服务为特色。目前在江苏、湖北、山西、浙江省及三个直辖市（北京、上海、深圳）开设共计 21 间凑凑餐厅。

**五年扩张规划：呷哺呷哺每年 100 家新店。**目前公司在北京、天津、上海地区已有一定发展基础，公司根据其五年发展规划，采取轴幅式增长策略稳步扩张，保持每年 100 家左右新店的扩张速度不变，预计 2019 年呷哺呷哺店可达 939 家，16 年到 19 年复合增长率约 13.7%

2017 年新开的 155 家呷哺呷哺店，包括 136 间呷哺呷哺，19 间凑凑餐厅。15% 开在北上津等地区，85% 在东北、山西、山东等中国省会城市。

其轴幅式增长策略为在已有业务基础的城市如北京、上海、天津等地进行进一步的布局和渗透，在新进入城市的核心地段先开店，形成一定品牌和基础设施积累后再逐步向外扩张，以便进一步利用其已有供应链体系和品牌优势。

图 24：呷哺呷哺店未来计划每年扩张 100 家



数据来源：国泰君安证券研究

**资本开支低，盈亏平衡快。**呷哺呷哺新店的资本开支低，约为 150 万/家。盈亏平衡快，从选址到餐厅开业需要 4-6 个月时间，开业三个月即可收支相抵，开业 14 个月可收回成本。截至 17 年末，公司账上有 14.5 亿元，现金流充裕，足以支撑其更大的扩张计划。

**高度标准化扩张，保量又保质。**高度标准化的运营体系是公司进行快速复制扩张和高品质服务的有力保障。呷哺呷哺已形成一套成体系的标准化指标，内容涉及餐厅设计、制服、菜品、定价、促销活动、广告营销、食品制备、设施维护、物业清洁及标准化的员工培训体系和客户服务。统一的中央平台食材采购和调料制作也保证了个餐厅的品质指标。

图 25: 呷哺呷哺统一的餐厅设计



数据来源：百度图片

图 26: 标准的菜品、定价和促销手段



资料来源：百度图片

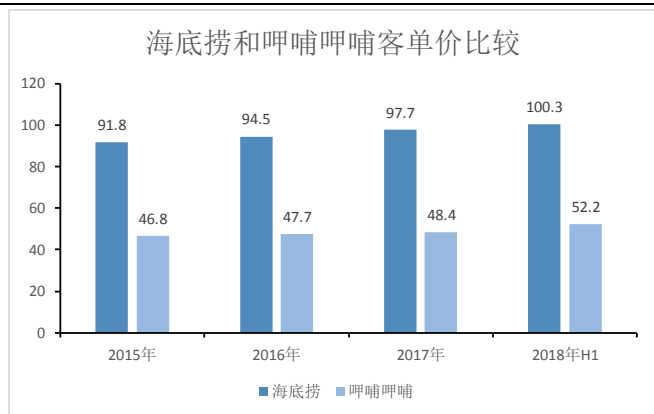
#### 4.3. 海底捞客单价基本稳定，呷哺呷哺将显著提升

由于餐厅的档次直接对客单价进行了区分，所以客单价大幅提升的难度较大，多数情况是随着 CPI 的增长有小幅度的增长。海底捞的客单价在 2018 年 H1 正式突破 100 元大关，而呷哺呷哺的客单价也达到 52.2 元，未来随着凑凑门店的进一步增加，呷哺呷哺的客单价还有提升的空间。

海底捞的翻台率一直领先所有竞争者，近两年维持在 5.0 次/天左右，一方面由于海底捞的服务，另一方面海底捞的营业时间从 9 点-次日 7 点，远远长于同行。由于作为正餐品牌的凑凑餐厅数量的增多，呷哺呷哺的翻台率一直在下降，从 2015 年的 3.4 次/天降到了 2018 年 H1 的 2.8 次/天。

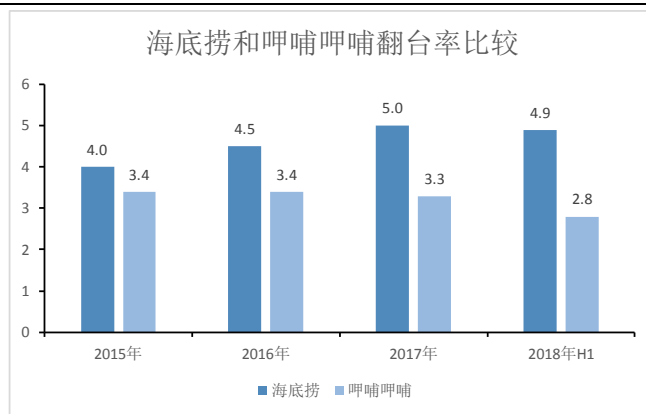


图 27: 海底捞客单价更高



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 28: 海底捞翻台率更高



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

#### 4.3.1. 海底捞客单价稳定提升

由于海底捞的食材比较大众化,加之市场上高同质化产品的激烈竞争,主动提价概率较低,但跟随 CPI 提价能力强。

海底捞属于中高端川味火锅品牌,在客单价与品牌知名度方面处于相同档次的知名品牌主要有香天下与小龙坎。香天下是以独创兼香型火锅闻名的川味火锅品牌,主打独特的花椒、辣椒与香油特质锅底。在中国设有 19 个分公司,共计店面 500 余家,员工 4 万余人,年产值 40 多亿。品牌遍布新加坡、美国、法国、澳洲,加盟店已达 500 多家。小龙坎是源于巴蜀的知名火锅,主打川麻锅底与新鲜食材。从成都起步,发展到如今已覆盖全国各省市自治区共 300 多个城市,海外也有多家门店开业。至今,全国有 12 家直营店,600 余家签约加盟店。

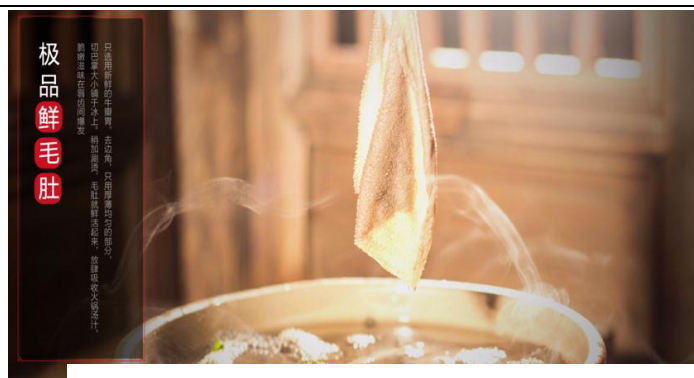
从单店数据分析,二线城市主要受益于迅速崛起的规模庞大的中产阶,其 2017 年每店每日客流量达 1,589 人次,甚至超过了一线城市的 1,546 人次。三线城市主要得益于一部分正在成长起来的中高端消费群体,其 2017 年客单价达 94.5 元,且三年来始终高于二线城市的平均客单价。三线城市人口基数庞大,未来中高端消费人群的增长将迅速带动其营收的提升。

图 29: 香天下主打独特的花椒、辣椒与香油



数据来源: 香天下公司官网

图 30: 小龙坎以新鲜食材著称



数据来源:

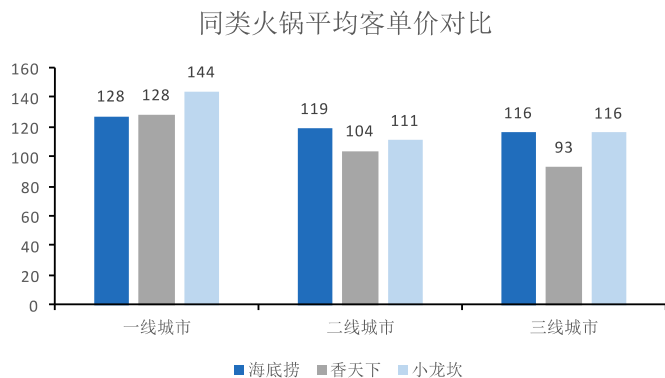


根据大众点评的数据，在一线城市中，小龙坎的人均消费价格高于海底捞和香天下（主要因为小龙坎的肥牛和羔羊卷等火锅常点菜品单价高），在二三线城市中，海底捞的认可度和客单价则略胜一筹。

此外，人均消费价格高于海底捞的连锁火锅品牌均主打海鲜及高端肉类，如呷哺呷哺旗下的凑凑火锅，小辉哥与鼎王无老火锅等。以上海门店为例，凑凑火锅最受欢迎的菜品有飞鱼籽墨鱼滑（49 元/份）与仙境龙脉（99 元/份）；小辉哥有墨鱼仔（39 元/份），手打鲜虾滑（39 元/份）与特色雪花牛肉（49 元/份）；鼎王无老锅有特选鲜脂肥牛（69 元/份）与精选嫩前胸（109 元/份）等。因此海底捞若无食材结构的升级（如引入更多海鲜），客单价不会大幅提升。

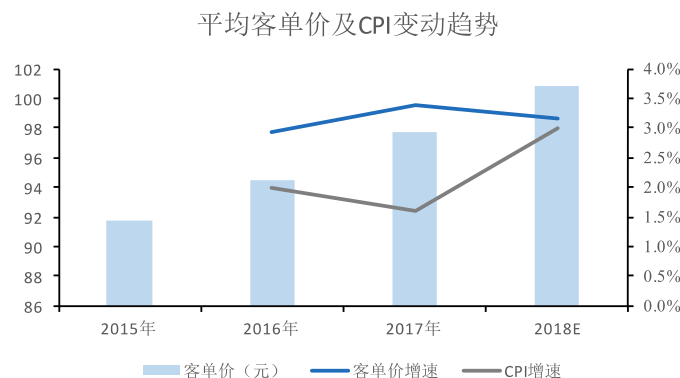
但与此同时，海底捞凭借着优质的服务和品牌，在成本上升的背景下，拥有较强的提价、转移成本的能力，其客单价涨幅一直快于 CPI。

图 31：海底捞于香天下和小龙坎客单价近似



数据来源：大众点评、国泰君安证券研究

图 32：海底捞公司客单价增速略高于 CPI 增速



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

表 9：小龙坎部分食材价格略高于海底捞

		小龙坎		海底捞	
		分量	价格 (元)	分量	价格 (元)
肉类	肥牛	150-200g	68	200g (半份)	58
	羔羊卷	150-200g	58	200g (半份)	52
蔬菜	生菜	200g	12	150g (半份)	10
	娃娃菜	200g	16	150g (半份)	10
丸类	牛肉丸	8 个	36	10 个	38

数据来源：大众点评、国泰君安证券研究

#### 4.3.2. 高翻台率见证好口碑，但已不是核心追求指标

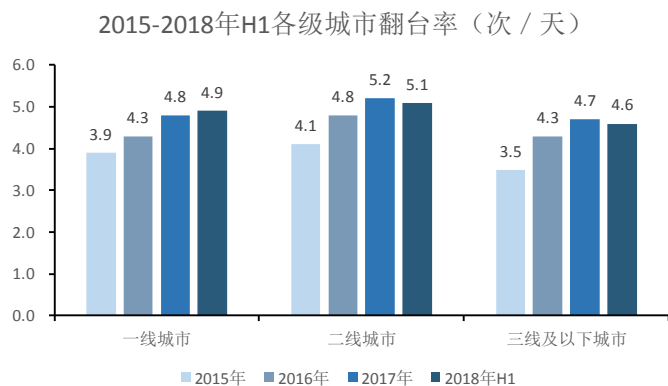
海底捞在 2017 年开店数量大幅增加的情况下，翻台率不降反升（根据

海底捞公司招股说明书， $\text{翻台率} = \frac{\text{年内服务总桌数}}{\text{门店数}} \times \frac{1}{\text{说明八}}$

司的品牌和口碑正在加速

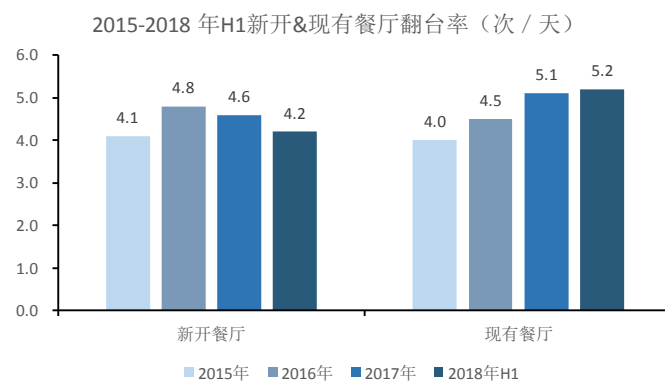
远高于同行的翻台率一方面证明餐厅非常受欢迎，另一方面也影响了客户的体验，就餐前排队时间太长。所以针对这样的情况，2018年在2017年底254家店（境内）的基础上，开店数翻倍就能很好地理解了。毕竟就像公司在招股书中提到的，积极开店提高密度是为了覆盖更多市场、降低客户等待时间。

图 33: 2015-2017 年翻台率不断上升



数据来源：海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

图 34: 新开餐厅翻台率同样保持较高水平

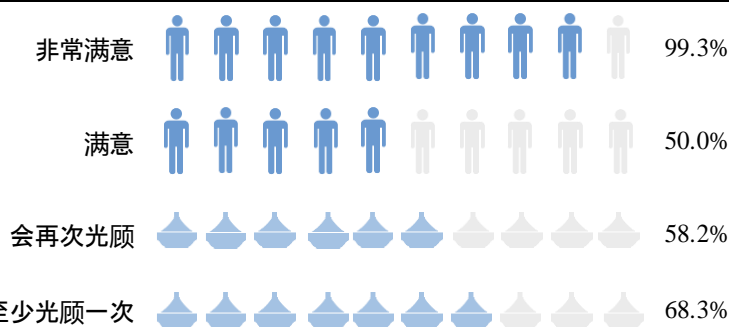


数据来源：海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

海底捞被认为是中式餐饮品牌中服务态度最好的。例如在服务等位区，海底捞为顾客提供免费的美甲、擦皮鞋服务，爆米花、西瓜等小吃水果也无限供应。对于在服务等位区的客人这件事情上，董事长兼创始人张勇的态度十分明确：免费的服务要送最好的。免费服务本身是一种附加产品，它能为顾客提供超出竞争对手的服务质量。张勇采取着力经营“海底捞”品牌的方法，让顾客在选择火锅店时，脑中自然蹦出“海底捞”3个字。对于海底捞来说，服务的最直接结果就是让顾客觉得“服务好，味道就好”。即使味道稍逊一筹，但海底捞的顾客们还是愿意光顾这里，因为大家更愿意享受被服务的感受。

我们看到，根据沙利文对海底捞顾客的调查统计，被调查顾客中 99.3% 曾在海底捞就餐过的感到满意，超过 50% 非常满意；98.2% 表示愿意再次光顾，且 68.3% 至少每月光顾一次海底捞。这反映了顾客对海底捞餐厅的高度认可，消费粘性很强。

图 35: 顾客对海底捞满意度高



数据来源：海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

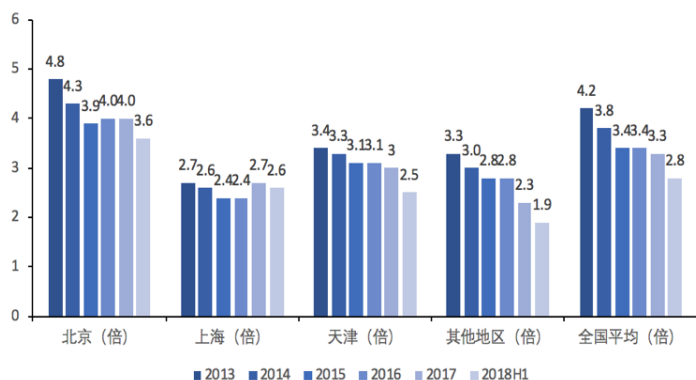
预计未来公司翻台率仍将

心指标，我们预计翻台率将保持稳定。

#### 4.3.3. 呷哺呷哺同店销售增速表现优异，客单价不断上涨

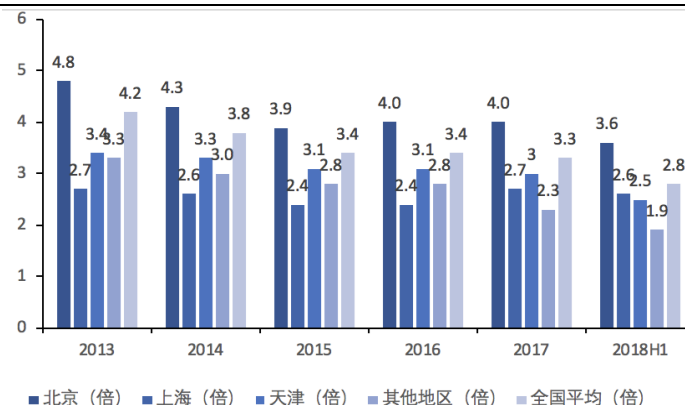
公司通过呷哺小鲜等措施延长有效经营时间，通过店面升级、菜单优化在保证性价比的前提下提高人均消费，2017 年录得全国同店销售增速为 8.5%。

图 36: 年度翻台率呈下降趋势



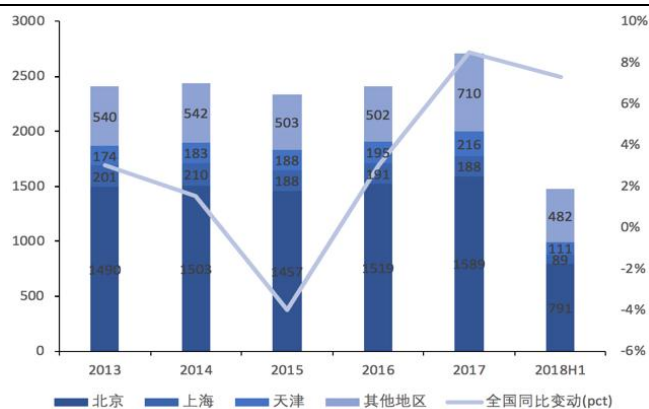
数据来源：呷哺呷哺公司公告、国泰君安证券研究

图 37: 各地门店翻台率情况，上海最低



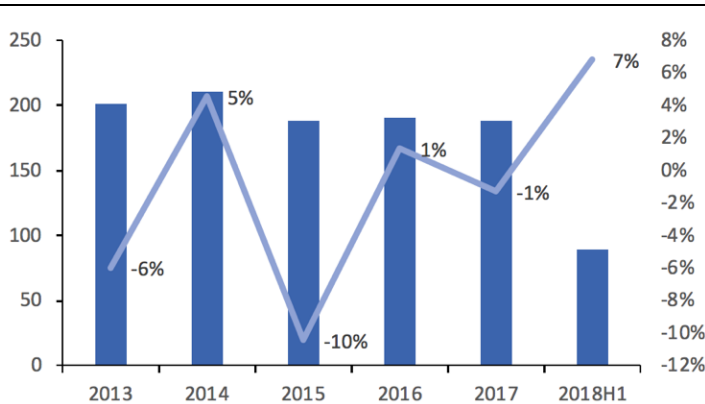
数据来源：呷哺呷哺公司公告、国泰君安证券研究

图 38: 全国同店收入增速回升



数据来源：呷哺呷哺公司公告、国泰君安证券研究

图 39: 上海 2017 年同店收入增长回落



数据来源：呷哺呷哺公司公告、国泰君安证券研究

图 40: 北京同店销售增速超历史水平

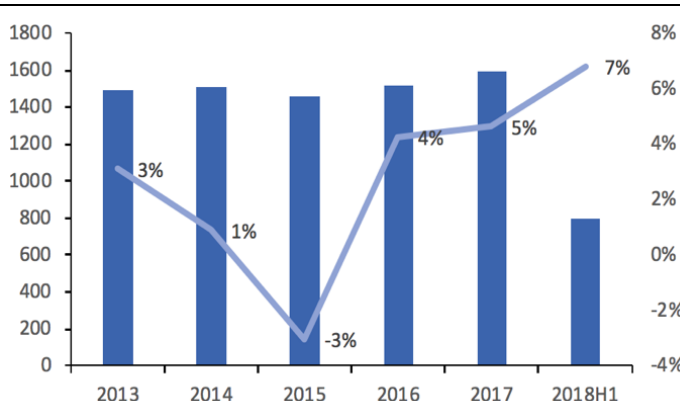
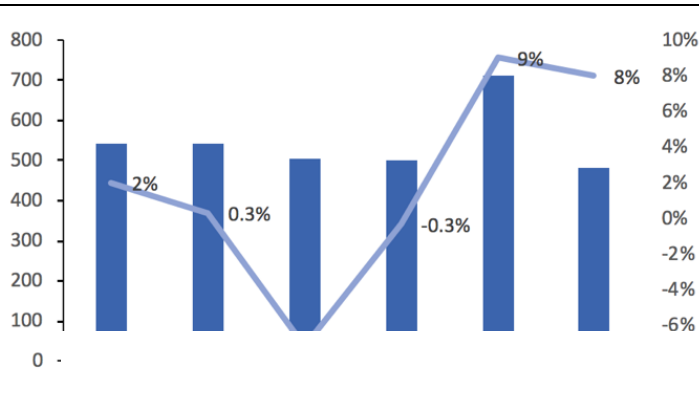


图 41: 除北上津以外城市同店销售增速快速增长



数据来源：呷哺呷哺公司公告、国泰君安证券研究

数据来源：呷哺呷哺公司公告、国泰君安证券研究

#### 4.3.4. 呷哺呷哺 2.0：店面升级提高客流量与人均消费

呷哺呷哺 2.0 旨在进一步提高客户用餐体验、提高运营效率，在装修风格和布局上做了改进和完善。店面升级契合消费升级趋势，有利于提高门店流量及人均消费，从而提高销售收入，升级店铺带来 15% 的店面收入增长。店面升级资本开支大约 50 万，优先选择租期 5 年以上店铺升级，截至 2016 年 8 月，公司已完成 53 家门店的升级。

图 42：呷哺呷哺 2.0 升级后的装修和布局



资料来源：百度图片

#### 4.3.5. 呷哺小鲜+呷煮呷烫外卖：提高门店经营时长和销售密度

外卖业务旨在充分利用用餐高峰期以外的时间，借此延长经营时间、提高销售密度。呷哺呷哺产品性价比高，单双人套餐产品多，适合外卖业务的发展。

外卖业务将有机提升餐厅销售密度，“呷哺小鲜”配送呷哺呷哺火锅外送及呷煮呷烫火锅定食，呷煮呷烫火锅定食实行差异化火锅快捷体验。公司于 2015 年末开始在北京 23 家门店进行外卖试点，目前外卖覆盖城市由去年的 4 个增加至 55 个一二线城市，将除了呷哺呷哺自有订餐网站外，广泛与第三方订餐平台合作，包括百度外卖、饿了么、美团外卖、点我达等 O2O 平台合作，2017 年外卖收入较同期提升近 120%。

#### 4.3.6. 优化菜品结构，多样化人气选择

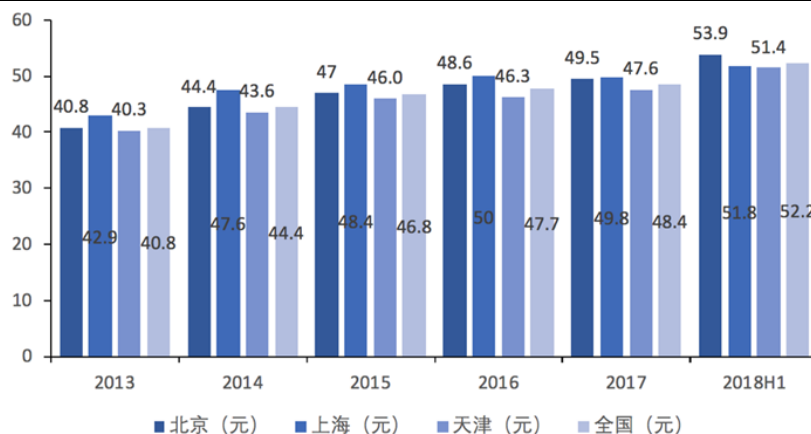
呷哺呷哺在保留原有人气菜品的同时开始提供更多高附加值的菜品：增加高端部位肉（澳洲牛肉粒、牛舌、松板肉）、海鲜（南美大虾、巴沙鱼）类菜品，同时保留锡盟草原羊羔肉、蔬菜拼盘和秘制呷哺呷哺调料等菜品。

凑凑主打火锅+茶饮的新

凑在下午茶时间还销售手摇茶饮，利于实现错位经营，解决传统餐厅正餐之外的时间门庭冷落、大量资源空置的问题。

通过促销活动、品牌推广、店面升级及外卖业务的发展，以及产品结构不断优化，新菜品的不断增加，顾客人均消费不断上升，从 2016 年的 47.7 元增长至 48.4 元。

图 43：呷哺呷哺顾客人均消费不断升高



数据来源：呷哺呷哺公司年报、国泰君安证券研究

## 5. 成本端：管理优秀，成本控制给力

首先，2018 年 H1 海底捞原材料成本占比 41.8%，呷哺呷哺为 36.8%；其次海底捞以服务著称，营业时间长需要的员工人数也较同行更多，所以员工成本占比 30.0% 高于呷哺呷哺的 25.0%；从租金成本看，海底捞有明显优势，2018 年 H1 租金占比 3.7%，而呷哺呷哺高达 12.5%，一方面说明海底捞的坪效较高，即单位面积产生的收入高，另一方面我们前文也分析过，商家看到海底捞能带来大量流量，会给予海底捞一定的租金优惠。其余支出两者相差不大。

表 10：两家公司成本对比

	海底捞		呷哺呷哺	
	2017 年	2018 年 H1	2017 年	2018 年 H1
原材料及消耗品	40.5%	41.8%	36.9%	36.8%
职工薪酬	29.3%	30.0%	22.5%	25.0%
物业租金及相关开支	3.9%	3.7%	11.9%	12.5%
水利电开支	3.3%	3.5%	3.6%	3.4%
折旧及摊销	3.4%	4.0%	4.1%	4.5%

数据来源：Wind、国泰君安证券研究

### 5.1. 海底捞食材品质严格把控，关联交易较多

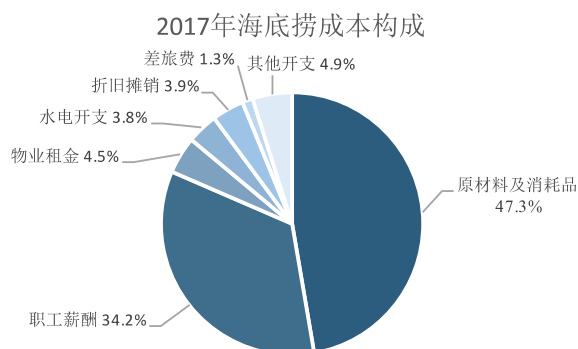
公司的开支主要来源于食  
(34.2%) 两大部分。原材  
的影响较大。2017 年，羊



产生不利影响，但是公司可以通过提价方式来对冲部分食材成本上升的压力。

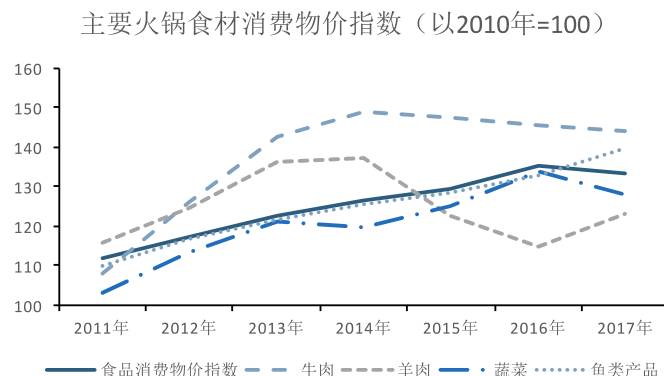
此外，公司的调料、食材、店铺装修材料及施工、人力资源招聘及培训等成本的采购大部分都来自于公司主要股东控股的关联公司，在成本端可以有所把控。

图 44：海底捞公司的成本开支中 34.2%为人工成本



数据来源：海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

图 45：主要火锅食材成本有所上涨

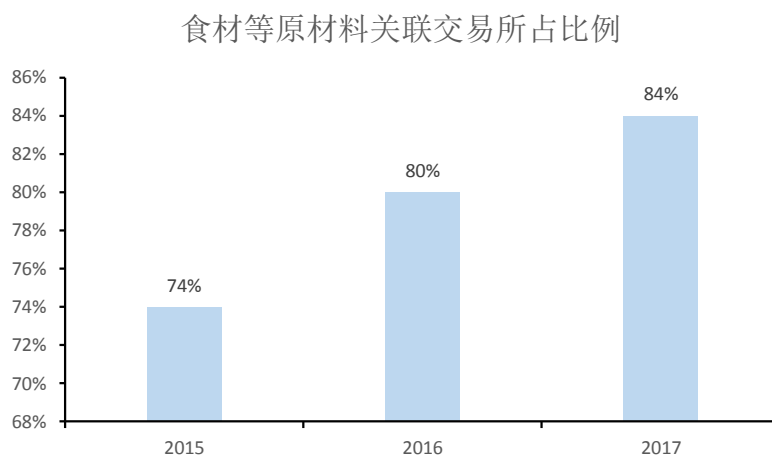


数据来源：海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

海底捞公司在食品安全的投入时间和资源是行业领先的。截至 2017 年底，公司食品安全部门有 64 名员工，同时每个餐厅都有 1-2 名专门负责食品安全的员工，总共超过 500 名员工为食品安全保驾护航。

公司的原材料主要由关联公司蜀海和颐海国际提供，2015-2017 年食材等原材料关联交易所占比例分别为 74%、80%和 84%，比例稳步提升。

图 46：海底捞公司的食材等原材料占比较高



数据来源：海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

表 11：海底捞公司主要的关联采购方

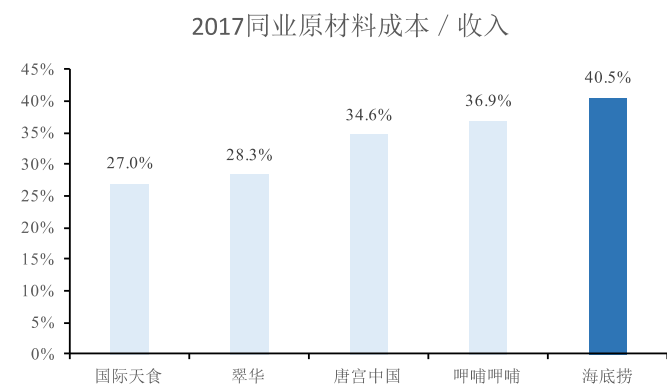
公司名称	业务内容
蜀海集团	食材采购
颐海集团	食材采购

蜀海	食材仓储及供应。2018年1月起,对无需加工的食材,由海底捞公司与第三方订立合约,对加工食材,由公司选定供应商,由蜀海集团购买并加工
蜀韵东方	提供装修材料、翻新服务、装修项目管理服务
微海咨询	提供人力咨询服务,包括人员的招聘和入职培训
四川海底捞	提供羊肉等部分食材

数据来源:海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

2015-2017年公司原材料成本/营业收入的占比分别为45.2%/40.7%/40.5%,高于同业其他公司,近三年在公司收入显著增长,原材料成本占比逐渐降低;2016、2017年公司存货周转率分别为70.0/59.6,远高于同行竞争对手,保证了其食材的高度新鲜。

图 47: 海底捞公司对食材品质把控更为严格



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

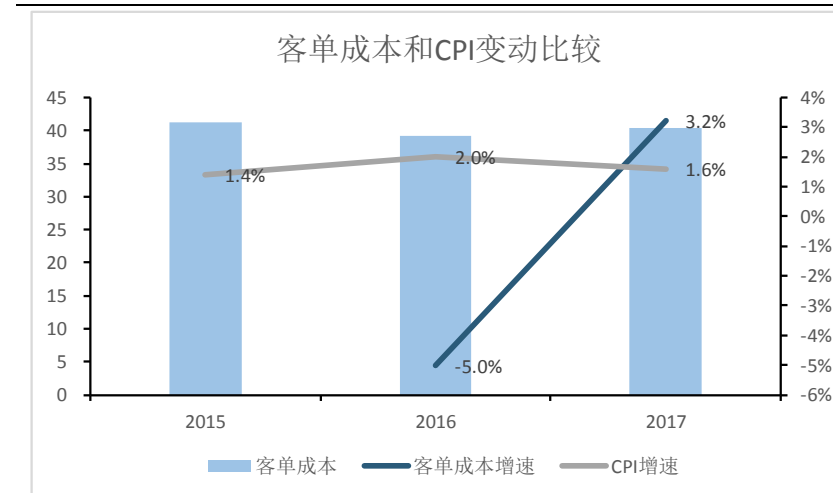
图 48: 海底捞公司存货周转率远高于同业水平



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

2015-2017年海底捞公司客单成本较为稳定,分别为41.3元、39.2元和40.5元,2016-2017年增速分别为-5.0%和3.2%。

图 49: 海底捞公司客单成本较为稳定



数据来源: 海底捞公司招股书

## 5.2. 呷哺呷哺采购规模大，成本优势明显

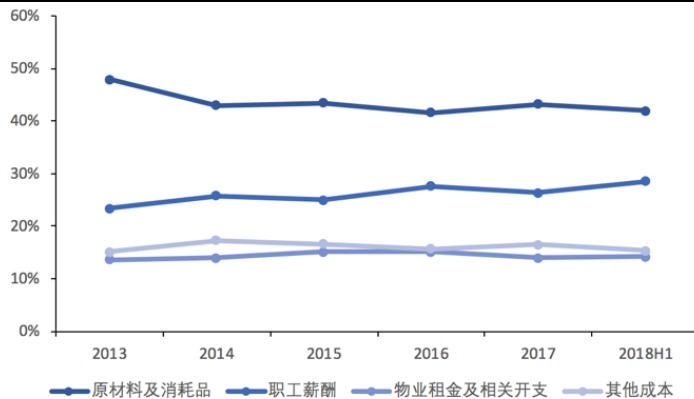
呷哺呷哺牛羊肉需求巨大，年需求量可达到 8000-9000 吨，在火锅行业里排名第一且远高于同类企业，向上游的议价能力强。自 2012 年以来，在牛肉价格保持稳定、羊肉价格小幅上涨的趋势下，公司原材料成本的收入占比由 43.25% 持续下降至 37.19%，主要由于公司在前两年原材料价格低的时候大量储备，议价能力持续提高。随着公司规模持续扩大，向上游的议价力将会更强。

图 50：原材料成本随收入增长呈上涨趋势



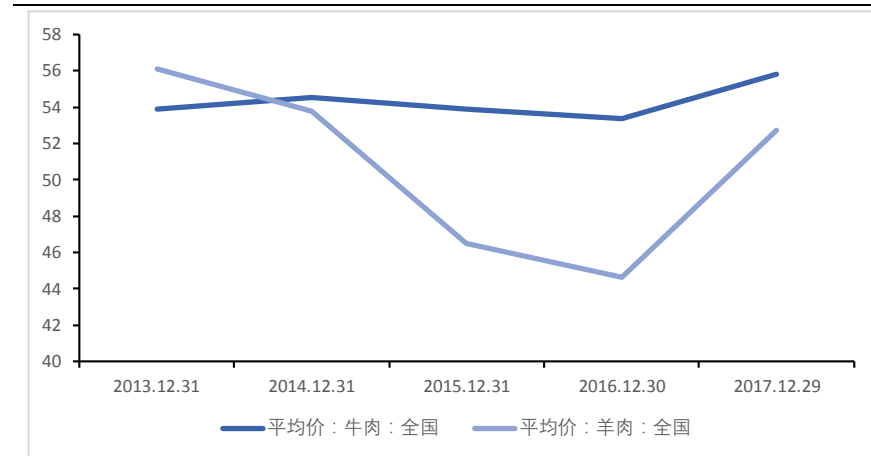
数据来源：呷哺呷哺公司公告、国泰君安证券研究

图 51：原材料的成本占比逐年下降



数据来源：呷哺呷哺公司公告、国泰君安证券研究

图 52：牛肉价格基本稳定，羊肉价格小幅上升

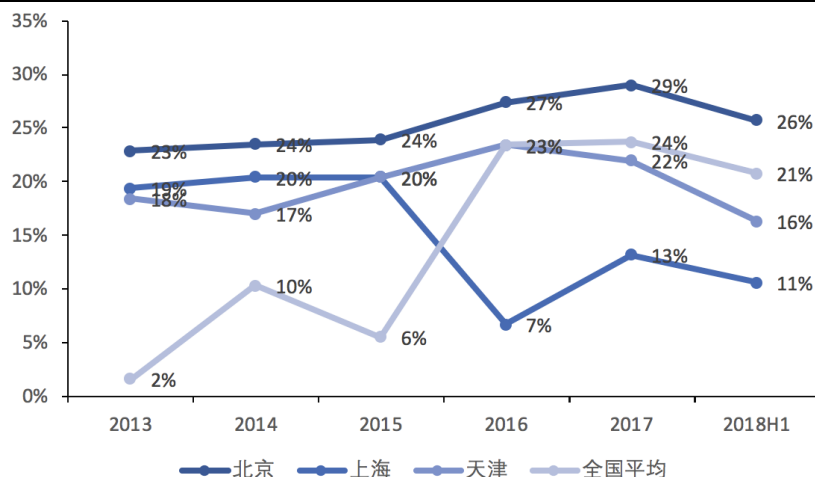


数据来源：Wind、国泰君安证券研究

2016 年公司进一步升级了采购管理系统，为不同种类的原材料定制成本控制措施，原材料成本控制能力有望进一步提升；人工成本方面，公司通过调整人员结构、精准排班、动线改进，不断提升人效；同时，公司于 2016 年 5 月开始缴纳增值税而非营业税，从而降低了税收负担。

呷哺呷哺 2017 年全国餐厅层面利润率为 23.7%，保持了增长的态势，从 2013 年开始，全国及各地的利润率皆呈上升趋势。业绩表现稍差的上海地区 17 年在同店收入增，入增速高达 18%。

图 53: 公司在全国及各地区餐厅层面到 2017 年利润率均呈上升趋势



数据来源：呷哺呷哺公司公告、国泰君安证券研究

### 5.2.1. 完善的供应链体系支撑公司扩张计划

**采购：集中采购模式保证质量。**公司只与少数量的供应商合作，以确保问责有效，保证菜品质量。目前呷哺呷哺与主要供货商已保持平均 4 年以上的业务往来，长久、稳定的业务关系已经建立。2016 年，公司向前五供应商采购食材及其他耗材占公司同期向全部供应商所作总采购的 30.9%。

公司所用鲜牛肉来自境内外的 19 家供货商，鲜羊肉 90% 由国内 4 家供货商从新西兰进口。2013 年公司筛选出了两家具资质的供货商，开始在国内采购鲜羊肉。目前境内外肉类供货量大致相等。蔬菜方面，呷哺呷哺与城市周边农村合作社及多家签约农户进行合作，保证了货源的质量和价格优势。

图 54: 肉菜集中采购，价格便宜且品质可控



- 牛肉：国内外19家供应商



- 羊肉：4家羊肉进口商，2家国内羊肉供应商



- 蔬菜：与农村合作社签订采购计划

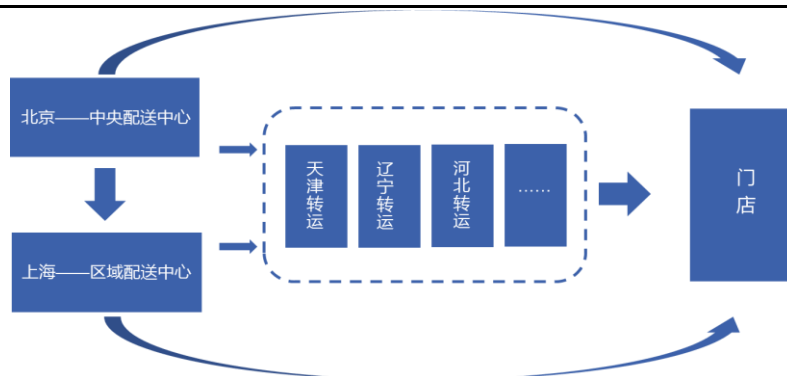
数据来源：呷哺呷哺公司公告

配送：ERP 系统+三级物

公司采用 ERP 系统建立物流体系，保证中央配送对接门店，摆脱了传统餐饮行业“前店后厨”的传统模式。

公司打造出包括“总仓-区域分仓-运转中心”的三级物流系统：公司的基本物料（锅底、调料）由北京的中央厨房进行制作、装袋后统一配送到各地区分仓及门店。

图 55：三层物流体系



资料来源：国泰君安证券研究

值得注意的是，“总仓-区域分仓”之间的功能是包含关系而并非递进关系：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（而并非由区域分仓层层转发），这种设计有利于提高物流体系的覆盖半径，提高配送效率。处于物流体系基层的运转中心则针对门店，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。

### 5.2.2. 产业链拓展：调料业务

2016 年 10 月，公司与董事长贺光启订立合资协议，成立合资公司“呷哺呷哺（中国）食品控股有限公司”。呷哺呷哺持股 60%，公司将从事研制、开发、生产及销售汤底、蘸料和调味酱产品等多种符合调味料，以及面向中高端客户的精美包装限量版产品。

截止 2016 年底，公司已成功开发出 11 款调料产品，目前主要通过呷哺呷哺门店、大型连锁超市和天猫、京东等在线平台进行销售，2017 年销售调料产品收入达 0.34 亿元。



图 56: 牛肉松茸酱



数据来源: 百度图片

图 57: 咖喱锅底

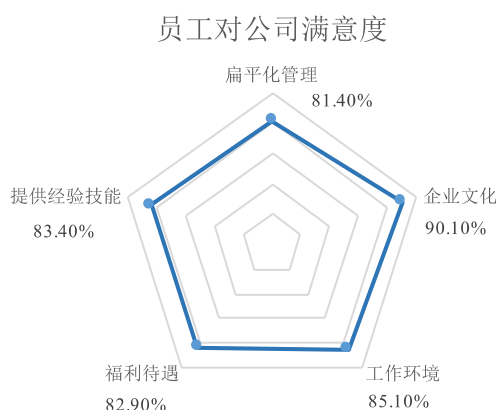


数据来源: 百度图片

### 5.3. 海底捞多维度激励，员工成本其实并不高

**对企业文化的认同。**根据沙利文对海底捞员工的调查统计，被调查的员工中 84.1% 认可公司的扁平化管理；90.1% 认可公司的企业文化；85.1% 对公司的工作环境感到满意；82.9% 对员工福利待遇感到满意；83.4% 认为公司提供了工作经验和技能的机会。这反映了员工在企业的归属感很强，认可公司的价值观。

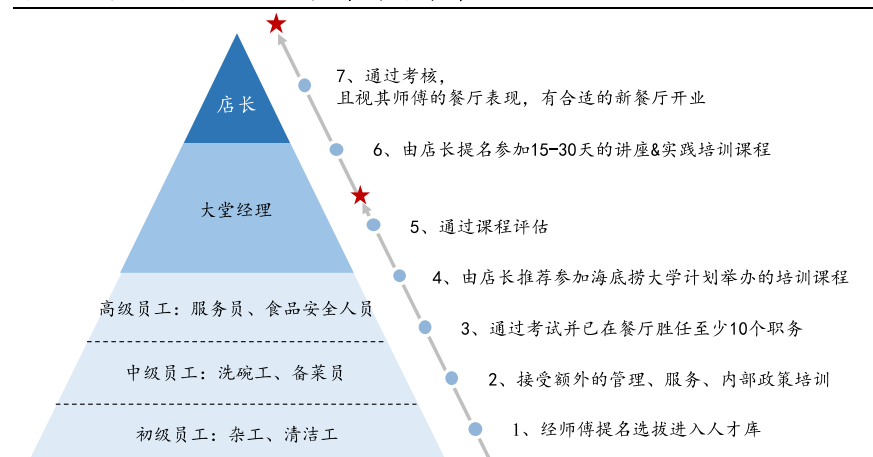
图 58: 员工对公司各维度评价高



数据来源: 海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

**培训制度完善，晋升通道清晰。**公司制定了“师徒制”来培养员工，每个员工在进入海底捞工作时都配有一名“师傅”，未来员工的晋升晋级都和师徒关系密不可分。新员工一般都是从初级员工开始，经过中级员工、高级员工、大堂经理再到储备店长，整个过程有 7 步，耗时 4 年时间，同时在整个过程中穿插着考试和培训。海底捞清晰的晋升途径给了员工良好的职业规划。所以就目前已经开业的 320 家门店的店长，店长基本都是从最基层的员工做起。

图 59：良好的培训机制和清晰的晋升途径



数据来源：海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

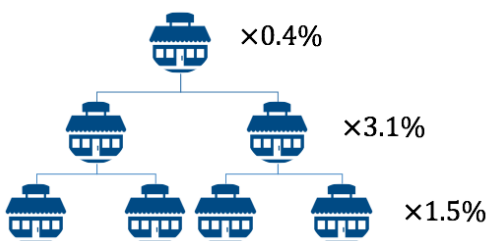
**利益捆绑，激励到位。**单单有好的培训制度并不能扩大规模，而海底捞在设计师徒制的时候，将师徒的利益捆绑在了一起。一个老店长如果培养出的徒弟开了新店成了新店长，那么老店长的薪酬方案有以下两种选择：

图 60：海底捞公司老店长的薪酬激励机制

方案A：  
自己管理餐厅利润的2.8%



方案B：  
自己管理餐厅利润的0.4% + 徒弟管理餐厅  
利润3.1% + 其徒弟孙管理餐厅的1.5%



数据来源：海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

单从这个薪酬设计来看，只要徒弟或者徒弟的餐厅利润能和自己管理餐厅的利润持平，那么老店长肯定会选择薪酬 B 方案。在该制度下，老店长在保证自己的店经营水平达标的基础上会帮助公司积极培训新店长，员工自发的扩张意愿很强。公司计划 2018 年新开店 180-220 家，包括已签署租约但未开业的 84 家和已开业的 50 家，同时公司拥有 200 人储备经理库。

图 61: 服务员的微笑服务打动人心



数据来源: 搜狐网

图 62: 为等位的顾客提供美甲等免费服务

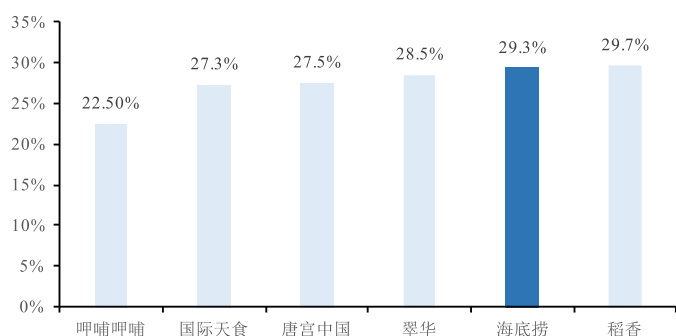


数据来源: 海底捞公司官网

员工绝对成本和相对成本都不算最高。我们发现 2015-2017 年公司员工薪酬/营业收入的占比分别为 27.3% / 26.2% / 29.3%，略高于同行竞争对手。但与餐饮行业的竞争对手相比，海底捞的人均薪酬位于行业平均水平之下。（这是由于火锅行业的特殊性决定的，相比于其他餐饮，火锅行业对烹饪的技巧性要求较低，而一般厨师的薪水均高于服务员，所以对厨师的依赖性较小。）同时我们可以看到呷哺呷哺的人均薪酬更低，这是由两家公司的商业模式决定的，海底捞主打的是服务，不能过多压低员工薪酬，而呷哺呷哺靠的是精细化的运营。

图 63: 海底捞职工薪酬占比达 29.3%，重视人工成本

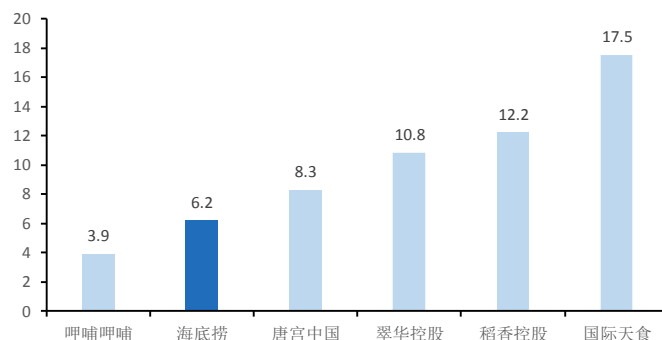
2017年同业职工薪酬 / 营业收入



数据来源: 海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

图 64: 海底捞人均薪酬位于行业平均水平之下

2017年人均薪酬（万元）



数据来源: 海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

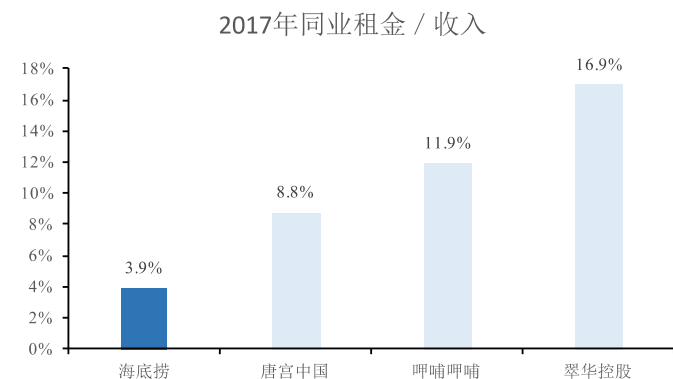
#### 5.4. 海底捞强大品牌力弥补门店位置劣势，租金成本低

2015-2017 年公司租金/收入的占比分别为 4.7% / 3.8% / 3.9%，而同行业的竞争对手的平均水平为 12.5%。就每天的单位租金而言，海底捞为 6.29 元/平方米，呷哺呷哺约为 6.55 元/平方米，国际天食为 19.04 元/平方米，唐宫为 13.01 元/平方米，由此可见，海底捞的租金成本明显低于同行。

即便将翻台率还原成行业

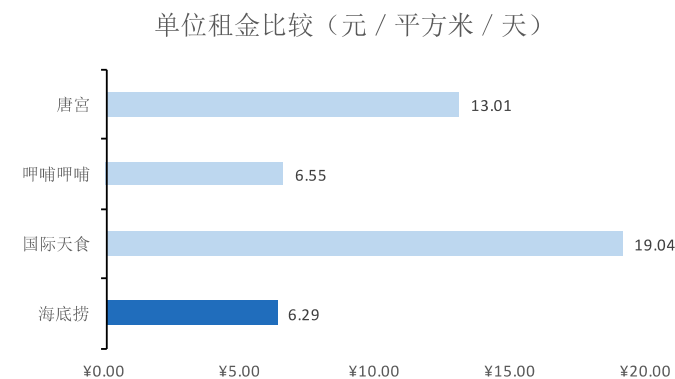
测算租金/收入分别为 9.8%、7.8%和 6.5%，公司的租金/收入在同行中也相当有竞争力。

图 65: 海底捞公司在租金支出上具有显著优势



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

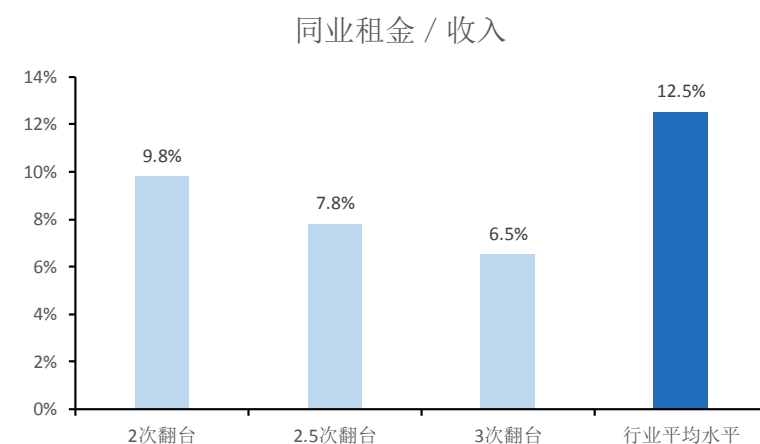
图 66: 海底捞公司单位租金低于同业



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

公司租金占收入比例显著低于同行, 我们认为一方面公司强大的品牌力和引流能力使得公司有租金议价能力, 另一方面与公司门店选址布局有关。

图 67: 不同翻台率假设下, 海底捞公司租金水平

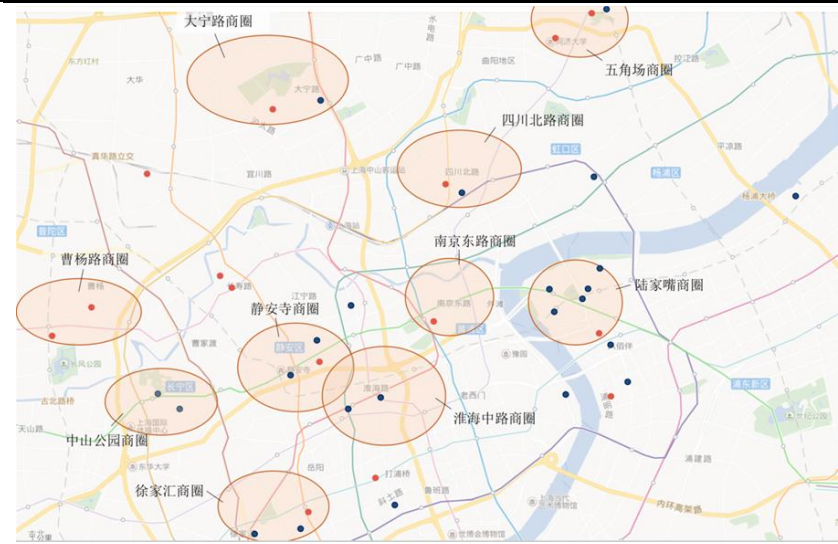


数据来源: 海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

我们选取了上海市区小南国和海底捞进行对比, 我们发现小南国地理位置相对海底捞优越, 更靠近人流量密集的商圈及商场, 所以小南国租金相对较高。如在陆家嘴商圈, 小南国的餐厅门店更集中聚集在陆家嘴核心地段及主要商场, 而海底捞所开设的门店则相对较远。红点为海底捞门店, 蓝点为小南国门店。

图 68: 海底捞与小南国门店位置对比





数据来源：百度地图、国泰君安证券研究

将北京市区呷哺呷哺和海底捞进行对比，我们发现呷哺呷哺开店密度显著高于海底捞，如在学生密集的海淀区，呷哺呷哺的餐厅门店达到 47 家，而海底捞仅为 7 家。我们认为一方面是因为呷哺呷哺的店面相比海底捞更小，店面的渗透率可以做到更高。另一方面，呷哺呷哺的定位属于快餐式火锅，所以店址大多选在客流量密集的商场、车站附近。而海底捞则定位中高端，对于选址及环境的要求更高， 因此海底捞开店数量显著少于呷哺呷哺。橘色点为呷哺呷哺门店，蓝点为海底捞门店。

图 69：北京海底捞与店位置对比



数据来源：百度地图、国泰君安证券研究

根据以上情况，我们将两家门店单店模型进行对比如下：

表 12：呷哺呷哺和海底捞公司单店模型

	海底捞	呷哺呷哺
收入	59,850,000	4,720,680
客单价		
年顾客人数		



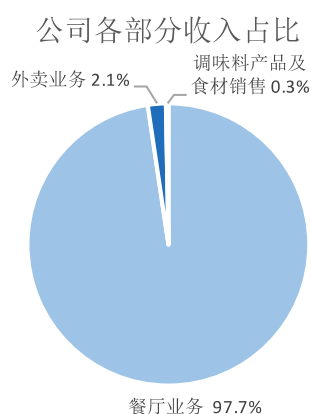
日翻台率	5	3
成本及费用		
原材料	24,538,500	1,746,652
折旧摊销	1,800,000	1,200,000
租金	2,044,000	545,675
租金单价/天/元	7	6.5
物业面积	800	230
水电费等能耗	2,394,000	188,827
人工成本	8,680,000	
服务员人数	140	10
年均工资	62,000	39,000
利润总额	20,393,500	1,039,526
所得税	5,098,375	259,882
净利润	15,295,125	779,645
净利润率	26%	17%

数据来源：海底捞公司招股说明书、呷哺呷哺公司公告、国泰君安证券研究

## 6. 财务分析：海底捞收入快速增长，利润弹性更大

2015-2018 年 H1 海底捞营业收入分别为 57.6 亿元、78.1 亿元、106.4 亿元和 73.4 亿元，同期呷哺呷哺收入分别为 24.3 亿元、27.7 亿元、36.9 亿元和 21.4 亿元。公司的营收由海底捞餐厅业务、外卖业务、调味品及食材销售三方面构成，其中餐厅业务占比达 97.7%，且这一占比基本保持稳定。中国近年来外卖市场的火热带动其外卖业务高速增长，2016、2017 年收入分别为 1.46 亿元 / +97.3%、2.19 亿元 / +49.7%，预计未来外卖业务仍将保持 20% 左右的增速。

图 70：海底捞公司 97.7% 收入来自于火锅餐厅业务



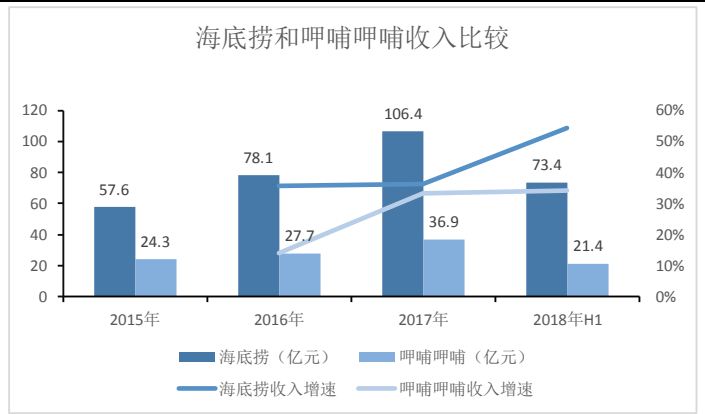
数据来源：海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

从收入增速看，海底捞近得益于开店速度的提升，收入增速不断加快，2018 年 H1 收入增速达到 54.4%，而呷哺呷哺的收入增速同样不逊色，达到 34.1%。

与收入同步的归母净利润  
净利润分别为 2.7 亿元、  
归母净利润分别为 2.6 亿

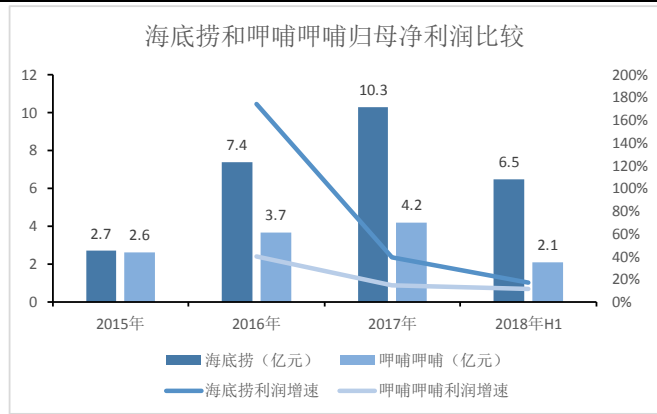
最近两年两家公司的净利润增速都出现了放缓的迹象，一方面是由于新开店需要前期投资，拉低了经营效率，另一方面原材料成本的波动对净利率有较大的影响。

图 71: 海底捞收入增速不断加快



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

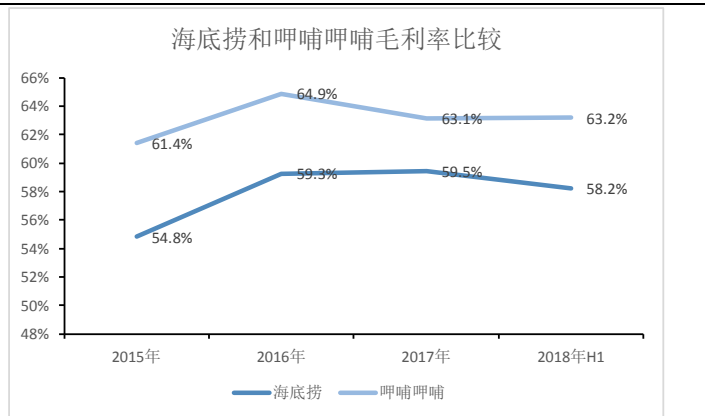
图 72: 两家公司利润增速逐渐放缓



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

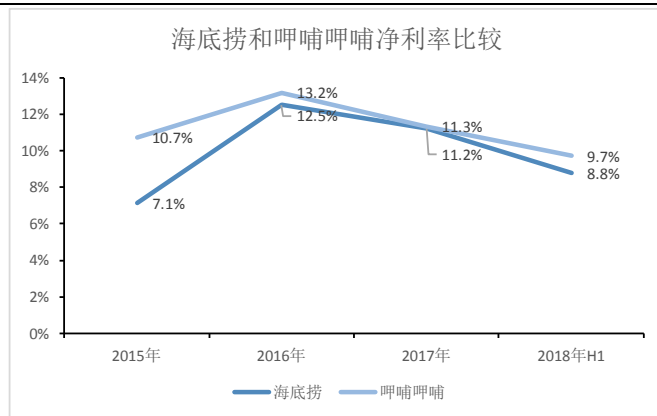
从毛利率水平看,2015-2018年H1海底捞的毛利率一直稳定在59%左右,而呷哺呷哺的毛利率则更高,稳定在63%左右。主要是由于两家餐厅的定位不一样,海底捞客单价更高,对食材的品质有更严苛的要求。而呷哺呷哺主打的吧台火锅,由于客单价限制,对食材的品质要求有限。而两家公司的净利率水平则较为一致。2015-2018年H1海底捞的净利率分别为7.1%、12.5%、11.2%和8.8%,而呷哺呷哺的净利率分别为10.7%、13.2%、11.3%和9.7%,三年的净利率水平变动方向也较为一致。由于餐饮行业毛利率较高,净利率较低,所以原材料成本的变动会对最终归母净利润影响很大。

图 73: 呷哺呷哺毛利率更高



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 74: 两家公司净利率水平较为一致



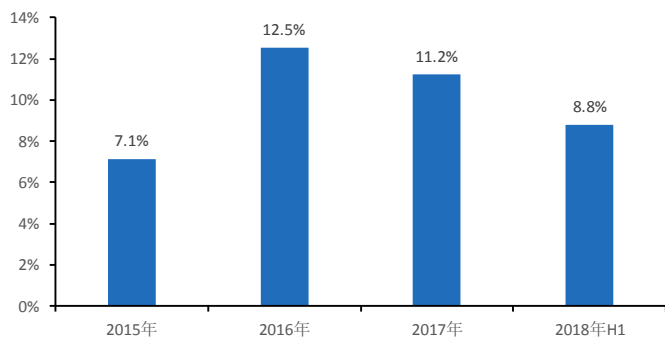
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

2017年海底捞公司的净利率水平达11.2%，处于行业领先地位。其2015-2017年净利率水平分别为7.1% / 12.5% / 11.2%，2016年净利率的大幅提升主要得益于营改增带来的税收红利，预计未来这一利润率水平将保持稳定。

图 75: 海底捞公司 2017 年净利率达 11.2%

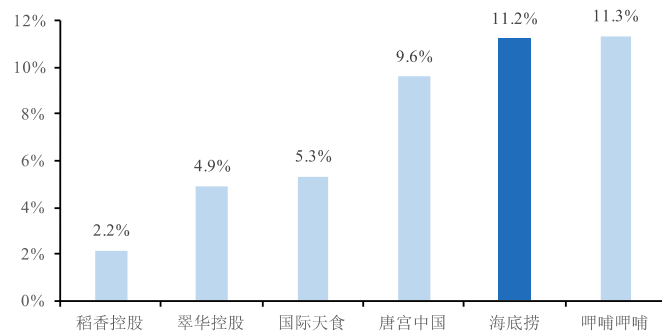
图 7

海底捞2015-2018年H1净利率水平



数据来源：海底捞公司招股说明书、国泰君安证券研究

2017各主要餐饮企业净利率对比



数据来源：海底捞公司招股说明书、Wind、国泰君安证券研究

表 13：营改增带来税收红利测算

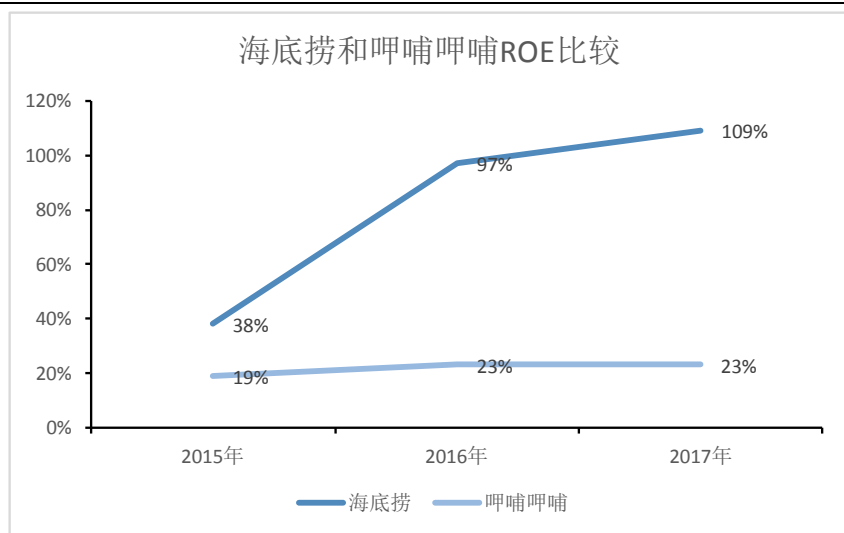
前提假设：公司当年营收 100 亿元，根据 2017 年食材成本占收入 38%，为 38 亿

	税项	税额	总税额
营改增前	营业税	$100 \times 5\% = 5$	5
营改增后	应交增值税销项税额	$[100 / (1 + 6\%)] \times 6\% = 5.66$	1.29
	可抵扣增值税进项税额	$[38 / (1 + 13\%)] \times 13\% = 4.37$	

数据来源：国泰君安证券研究

从 ROE 的情况看，海底捞远远领先于呷哺呷哺，主要得益于海底捞的资产周转率和权益乘数都远远高于呷哺呷哺。高资产周转率得益与海底捞系公司完善的供应链体系以及大幅高于同行的翻台率。由于近年公司战略引导，海底捞处于快速扩张期、需要资金，财务杠杆较高。

图 77：海底捞 ROE 大幅领先呷哺呷哺

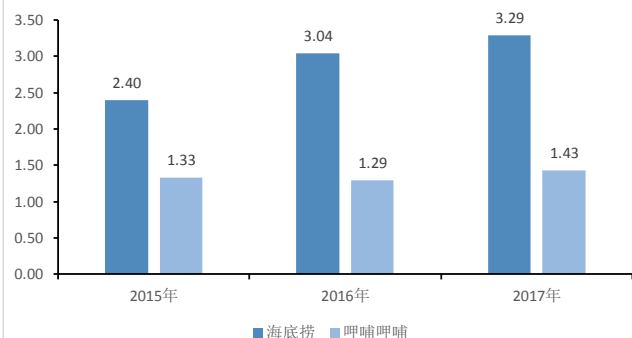


数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 78：海底捞资产周转率更快

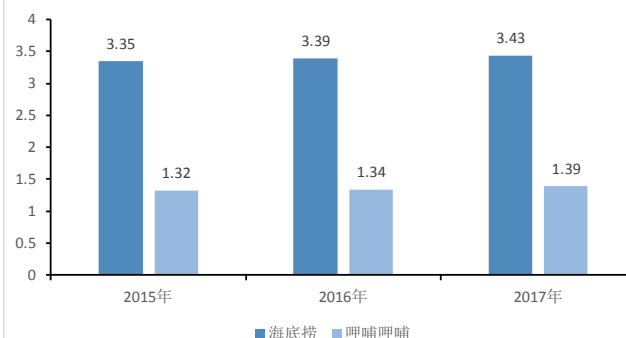
图 79

海底捞和呷哺呷哺资产周转率比较



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

海底捞和呷哺呷哺开店权益乘数比较



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

## 7. 盈利预测

综上,我们预计呷哺呷哺公司 2018-2020 年营业收入分别为 48.0 亿元、60.6 亿元和 73.5 亿元,归母净利润分别为 5.7 亿元、6.9 亿元和 8.6 亿元,对应 2018-2020 年 EPS 分别为 0.53 元、0.63 元和 0.80 元,对应 P/E 分别为 18.5x、15.5x 和 12.2x。给予“增持”评级。

由于海底捞会在近年大量开店,我们预计海底捞公司收入和净利润有大幅增长。考虑到可比公司的 2019 年平均 P/E 18.3 倍,海底捞作为行业龙头,且预计未来三年业绩复合增速为 52%,理应享受更高估值。根据最新估值区间在 100-120 亿美元,上市后市值约等于 685-822 亿元。

表 14: 可比公司估值对比 (截至 2018 年 9 月 17 日)

	股票代码	股价 (元)	EPS				P/E				评级
			2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020	
呷哺呷哺	0520.hk	9.8	0.39	0.53	0.63	0.80	25.1	18.5	15.5	12.2	增持
全聚德	002186.sz	13.0	0.44	0.49	0.54	0.59	29.6	26.6	24.1	22.1	无
广州酒家	603043.sh	24.0	0.84	1.03	1.28	1.56	23.3	18.8	15.4	15.4	增持
平均		16	0.56	0.68	0.82	0.98	26.0	21.3	18.3	16.6	

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

注: 呷哺呷哺、广州酒家盈利预测来源国泰君安证券研究,全聚德盈利预测为 wind 一致预测

## 8. 风险提示

宏观经济变化,可能导致消费水平下降,或公司成本提升的风险。宏观经济下行影响居民消费水平,同时餐饮行业员工成本和食材成本占比较高,员工工资或原材料成本提升对公司利润影响较大。

迅速扩张后,管理系统未必能有效应对的风险。包括食品安全及质量一致性不达标,餐厅店长人才库储备不全,供应链管理困难。

新店开业影响现有餐厅的利润的风险。两家公司目前的战略是提高所在城市的渗透率,新店的开业对现有餐厅的客单价和翻台率有影响。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

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

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

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

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		