

证券研究报告·上市公司动态

海底捞与星巴克上市初期扩张比较

分析师：贺燕青

heyanqing@csc.com.cn

执业证书编号：S1440518070003 / 港股牌照：BNL377

010-85159268

分析师：李铁生

litieshengzgs@csc.com.cn

执业证书编号：S1440519010001

分析师：陈语匆

chenyucong@csc.com.cn

执业证书编号：S1440518100010

研究助理：陈如练

chenrulian@csc.com.cn

发布日期：2019年9月12日





1 历史复盘



中信建投证券
CHINA SECURITIES

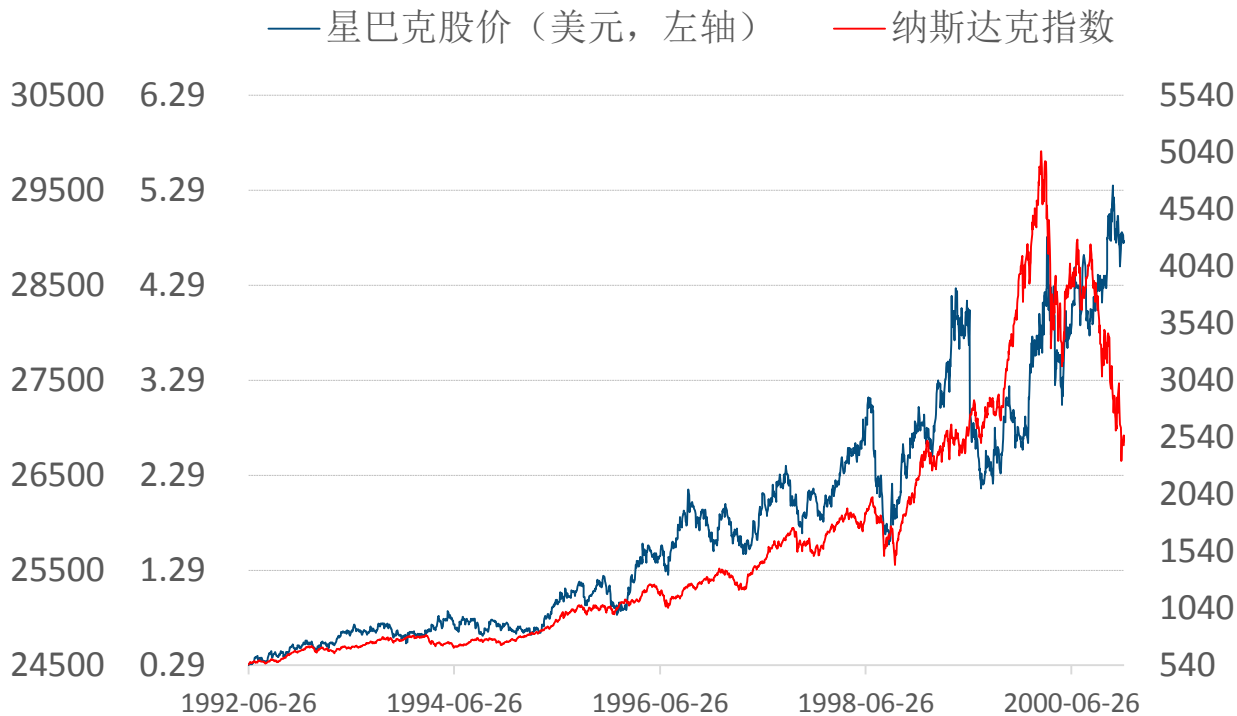
■ 同为连锁型餐饮企业，海底捞与星巴克在上市之初股价表现相似特征：

- 海底捞上市11个月内股价涨幅达94.16%，同期恒生指数下降7.68%；
- 星巴克上市第一年内涨幅达到124.14%，前三年涨幅达237.93%，在高速扩张期内（1992-2000）涨幅达1534.48%，同期纳指涨幅为350.96%。

图表：海底捞股价接近翻倍



图表：星巴克涨幅超15倍（上市至2000年）



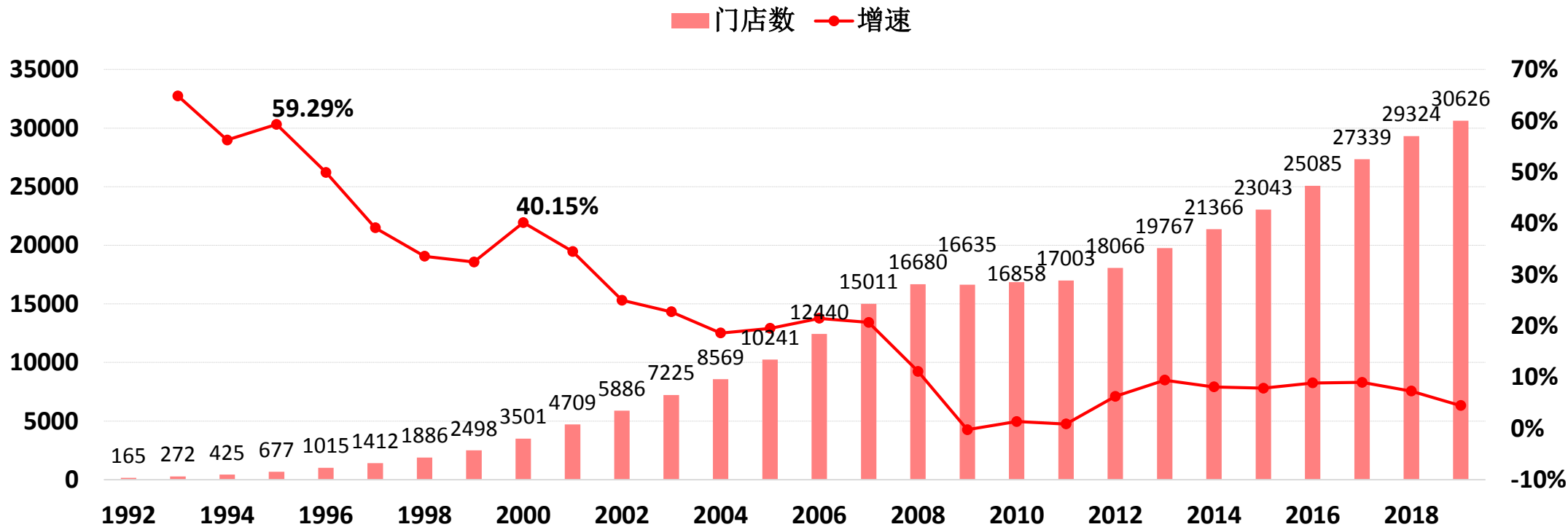


1.1 高速扩张（星巴克）

■ 星巴克是全球咖啡龙头，高度标准化流程下，连锁扩张维持高速：

- 截至2019年Q2，星巴克的门店已经达到30,626家，覆盖超过76个国家及地区，其中，美洲17,845家，亚太地区9,246家，欧非中东达3,523家；
- 星巴克自上市起保持扩张态势，尤其在上市之初（1992-2000），其门店数量基本保持30%以上增速，CAGR达46.5%。

图表：星巴克门店规模已经超过3万家



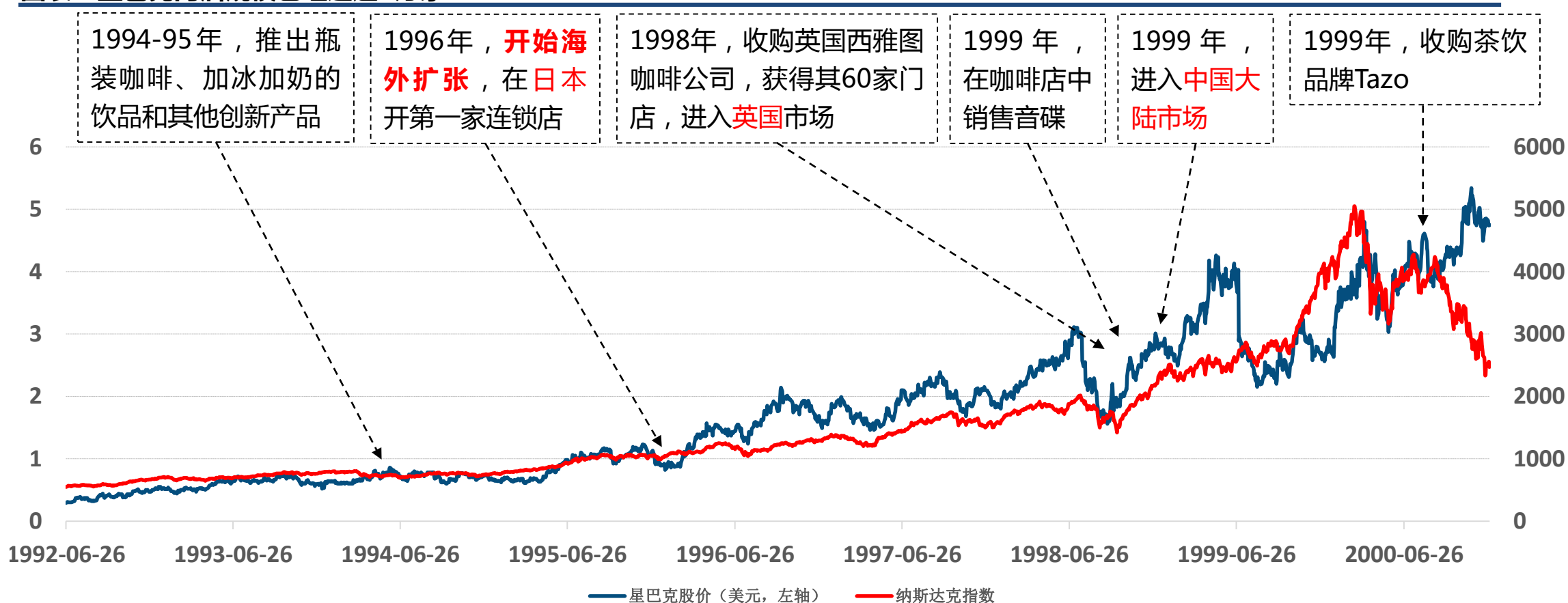


1.1 高速扩张（星巴克）

■ 1992~2000，星巴克扩张中稳健增长：

- 星巴克在1996年放开特许店模式进行海外扩张，大幅提升其成长空间，同时运用并购方式进入当地市场。

图表：星巴克门店规模已经超过3万家



资料来源：Bloomberg，中信建投证券研究发展部

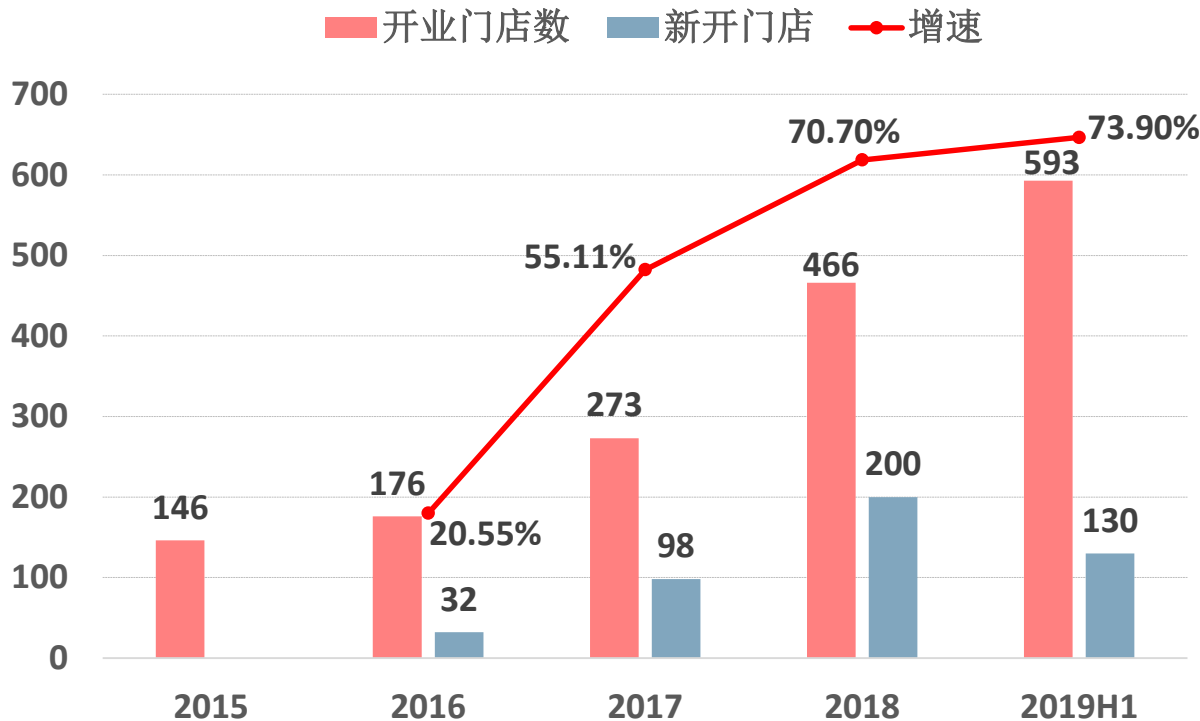


1.2 高速扩张（海底捞）

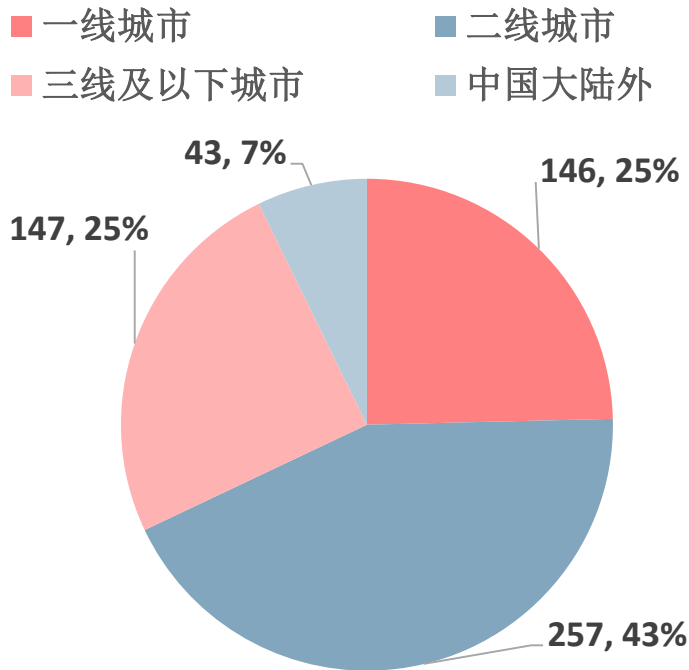
■ 海底捞此时也正处于高速扩张期：

- 海底捞当前门店扩张速度超过70%，至2019H1，已经拥有593家门店；
- 从地域分布来看，海底捞有43%门店位于二线城市，同时，海底捞已经开始海外扩张，目前有43家门店位于中国大陆外，且36家位于亚洲。

图表：海底捞门店扩张提速



图表：海底捞门店主要分布在二线城市



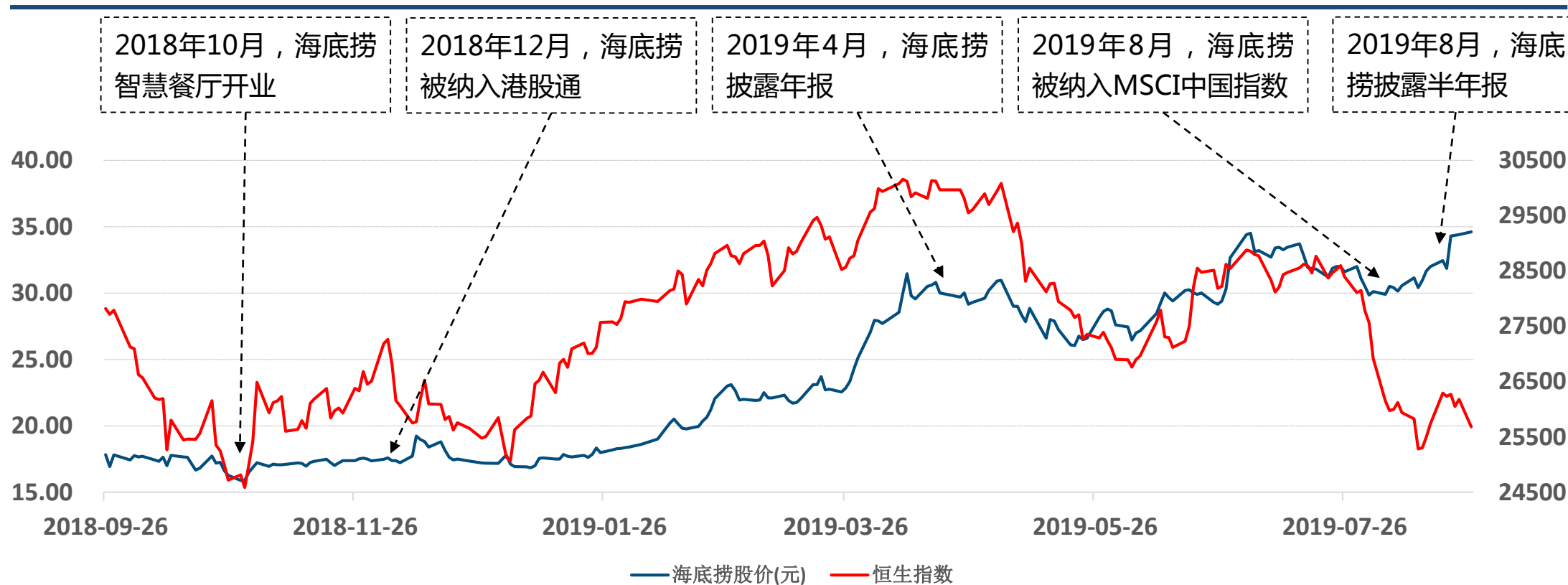


1.2 高速扩张（海底捞）

■ 海底捞上市后股价一路上行：

- 海底捞上市后一直稳步进行门店扩张，期间推出多款饮品——提升客单价及盈利能力，在良好的财务模型下，股价表现较强。

图表：海底捞股价稳步提升





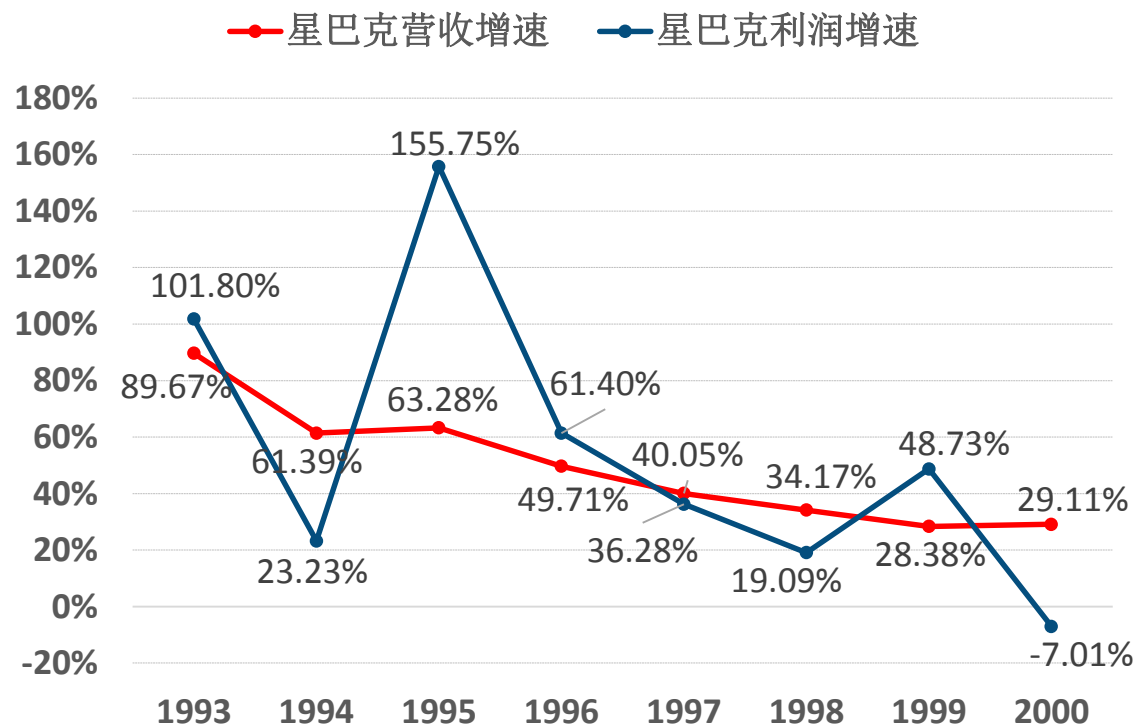


2.1 营收及利润同步提升

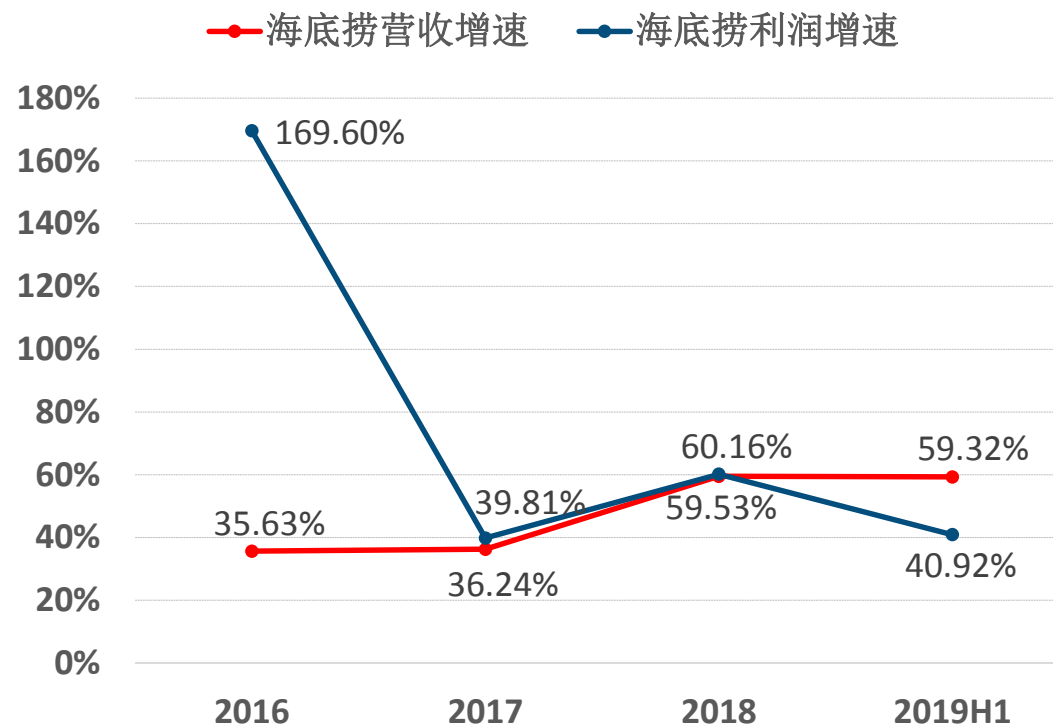
■ 在高速扩张中，星巴克和海底捞均实现了收入与利润双双提升：

- 1992-2000年间，星巴克营收及净利润CAGR分别为**48.23%**、**48.02%**；
- 2015-2018年间，海底捞营收及净利润CAGR分别为**43.32%**、**82.01%**。

图表：星巴克财务数据在上市初期高速增长



图表：海底捞财务数据当前保持高速增长



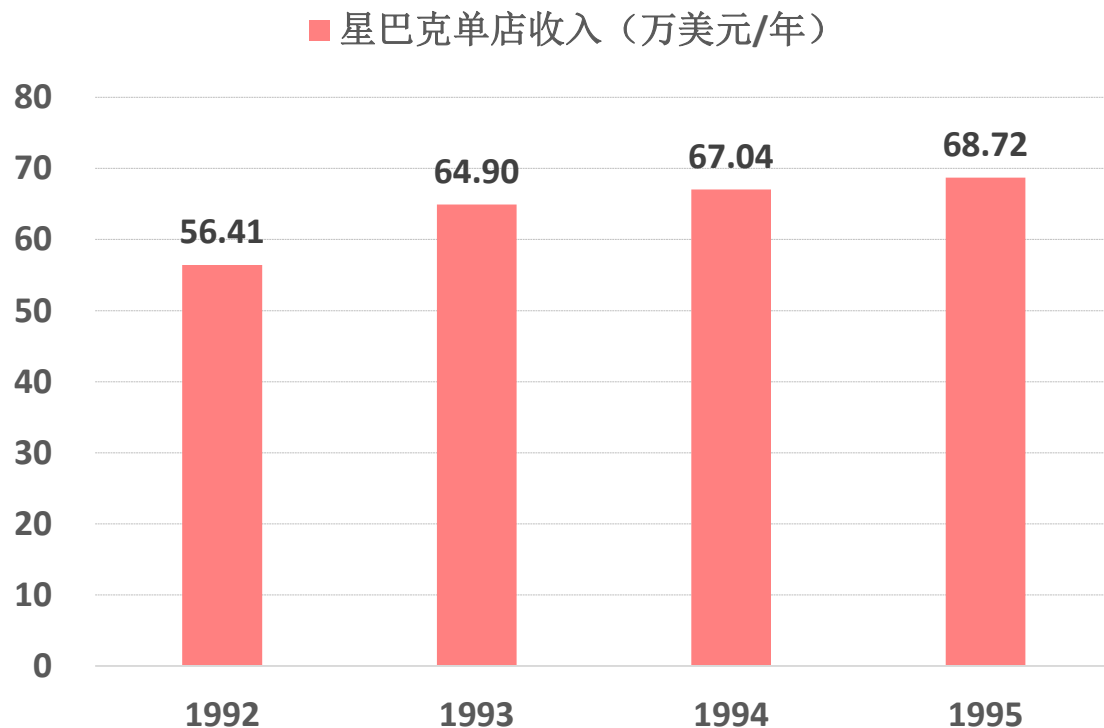


2.1 营收及利润同步提升

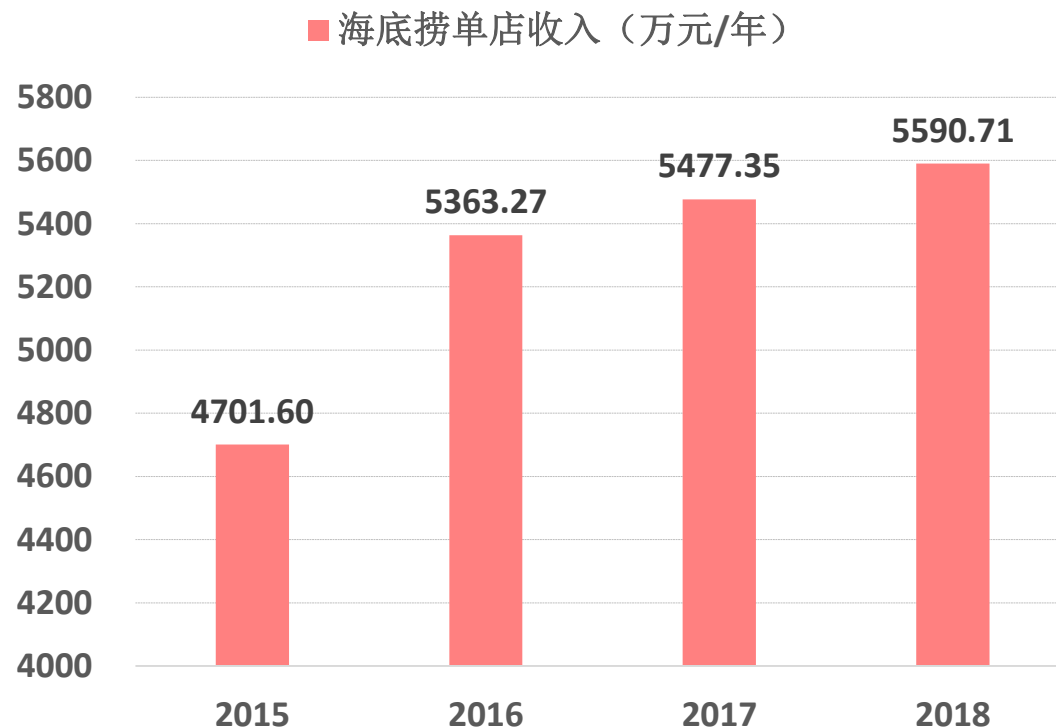
■ 收入利润增长匹配主要源于单店模型的稳定：

- 星巴克在国际化前（直营模式扩张），海底捞在近5年时间内，单店收入在高速扩张下仍保持增长；表明新增门店并未稀释公司的客流，供给端仍存在进一步提升空间。

图表：星巴克单店营收稳步增长



图表：海底捞单店营收保持增长



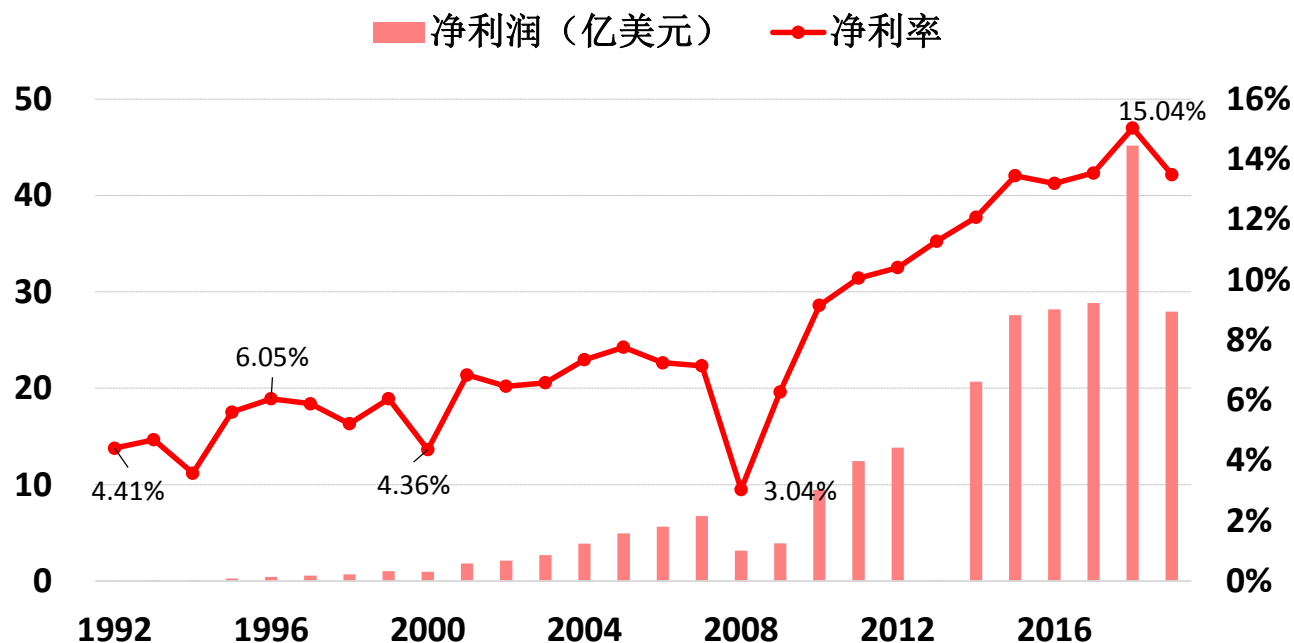


2.1 营收及利润同步提升

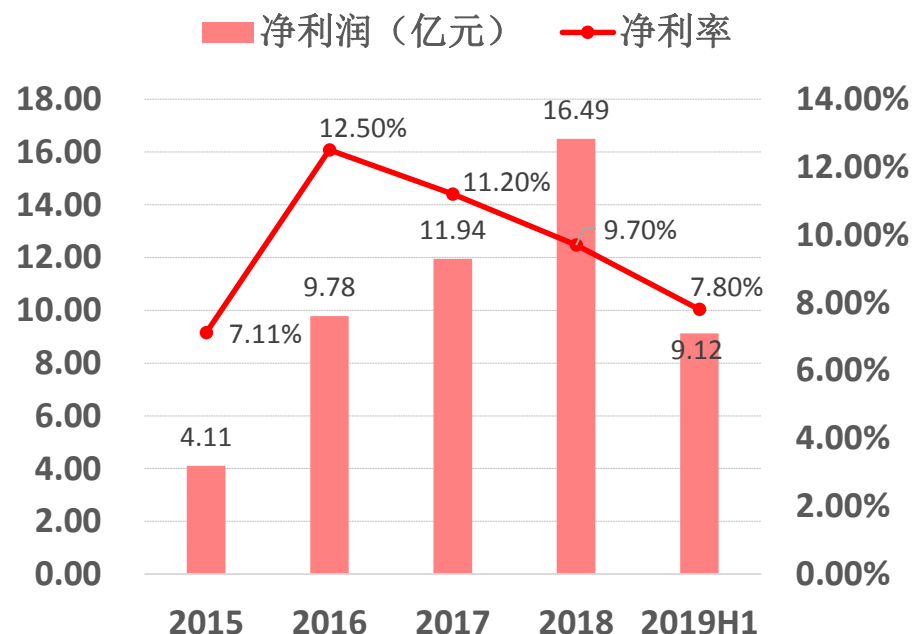
■ 净利率短期受扩张影响，但长期有望实现提升：

- 星巴克于1990年实现盈利，在上市初期净利率水平较低，同时由于高速扩张净利率水平持续波动。直至2008年后，由于品牌价值及规模效应，整体净利率水平才实现持续提升；
- 海底捞净利率水平自2016年有所下降，属于扩张阶段正常现象，在单店模型稳定下，后期有望提升。

图表：星巴克上市初期净利率水平波动



图表：海底捞净利率水平波动



每日报告

不要错过**让你洞察**整个商业世界的每日报告

每日精选资料给您

不定期分享顶级外文期刊

扫码加好友后回复“入群”免费入群





2.2 估值水平高居不下

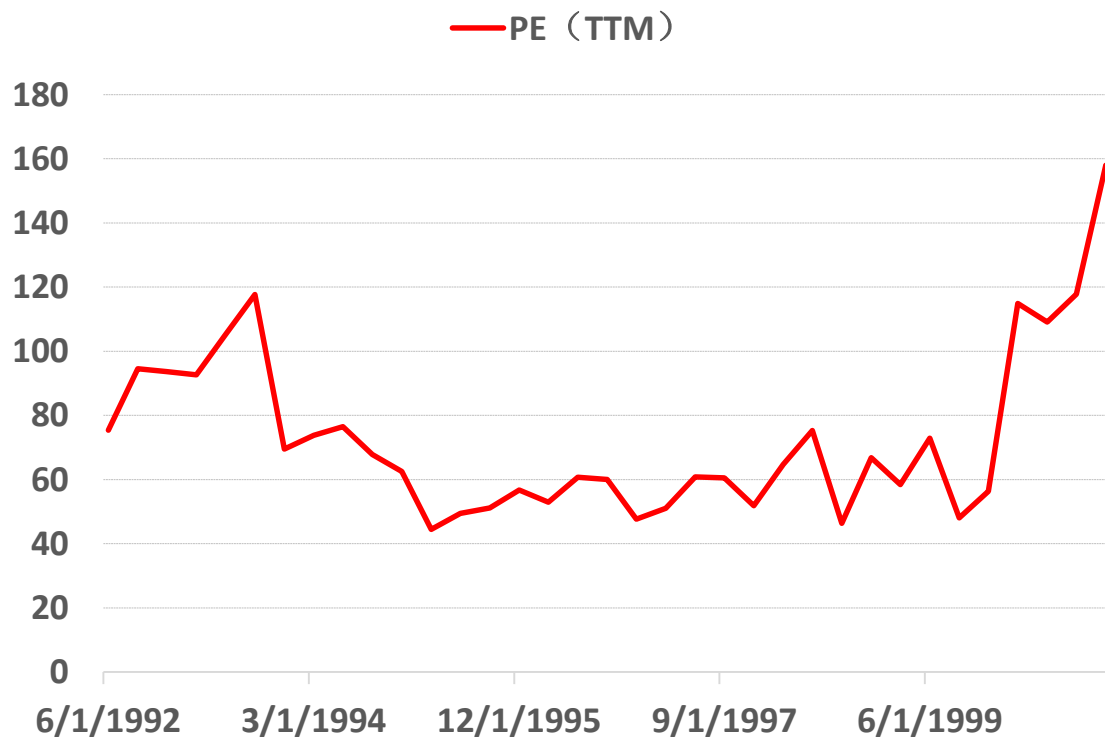


中信建投证券
CHINA SECURITIES

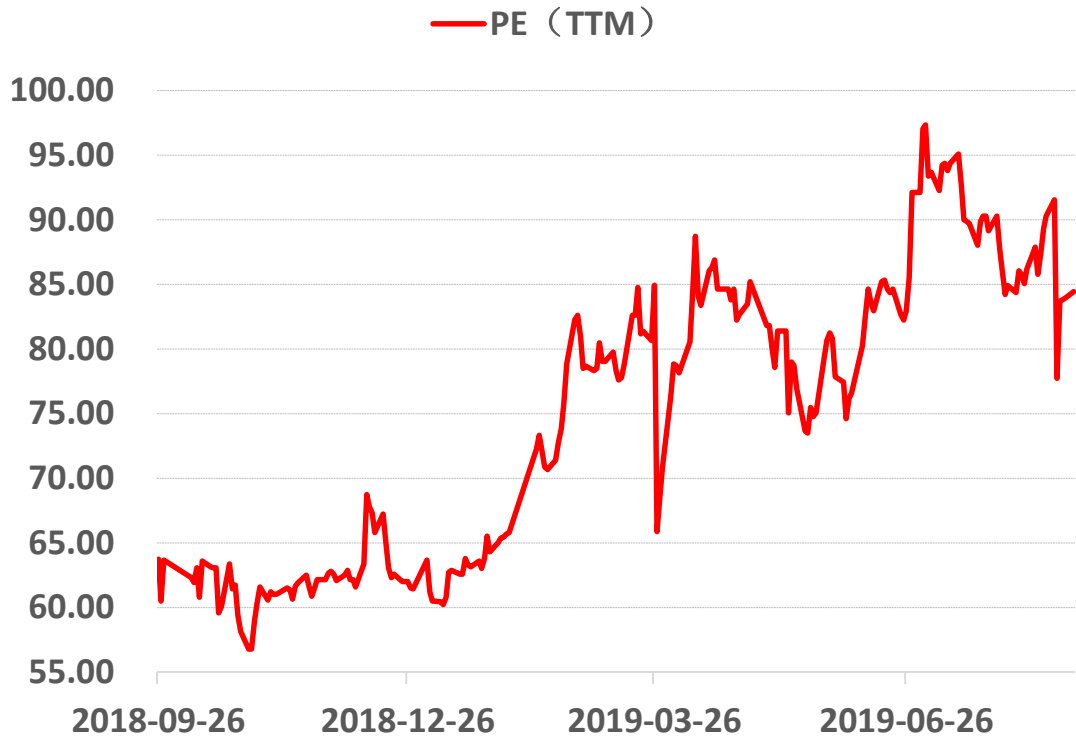
■ PE (TTM) 水平维持高位，星巴克估值较海底捞超出约15%：

- 星巴克及海底捞在上市之初动态PE水平较高，对比来看，星巴克的PE一度超过100倍，当前海底捞PE为80倍左右，对应年末PE约60倍。

图表：上市前三年星巴克PE (TTM) 维持60倍以上



图表：海底捞PE (TTM) 水平在80倍以上



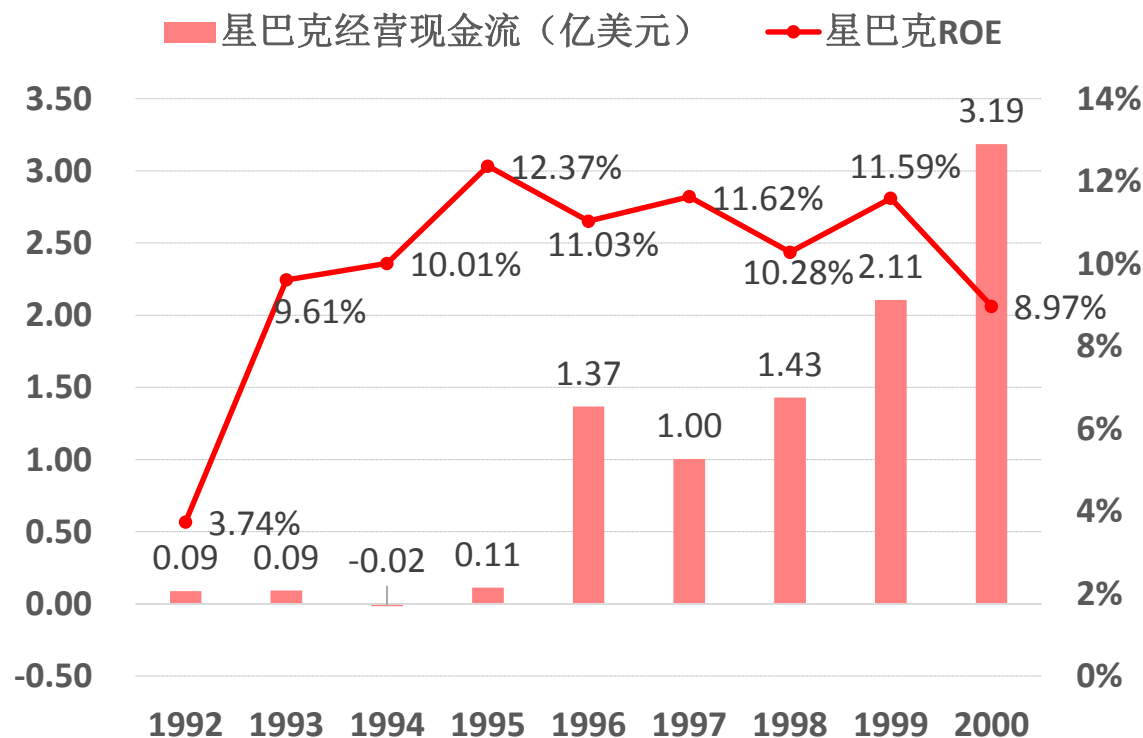


2.2 估值水平高居不下

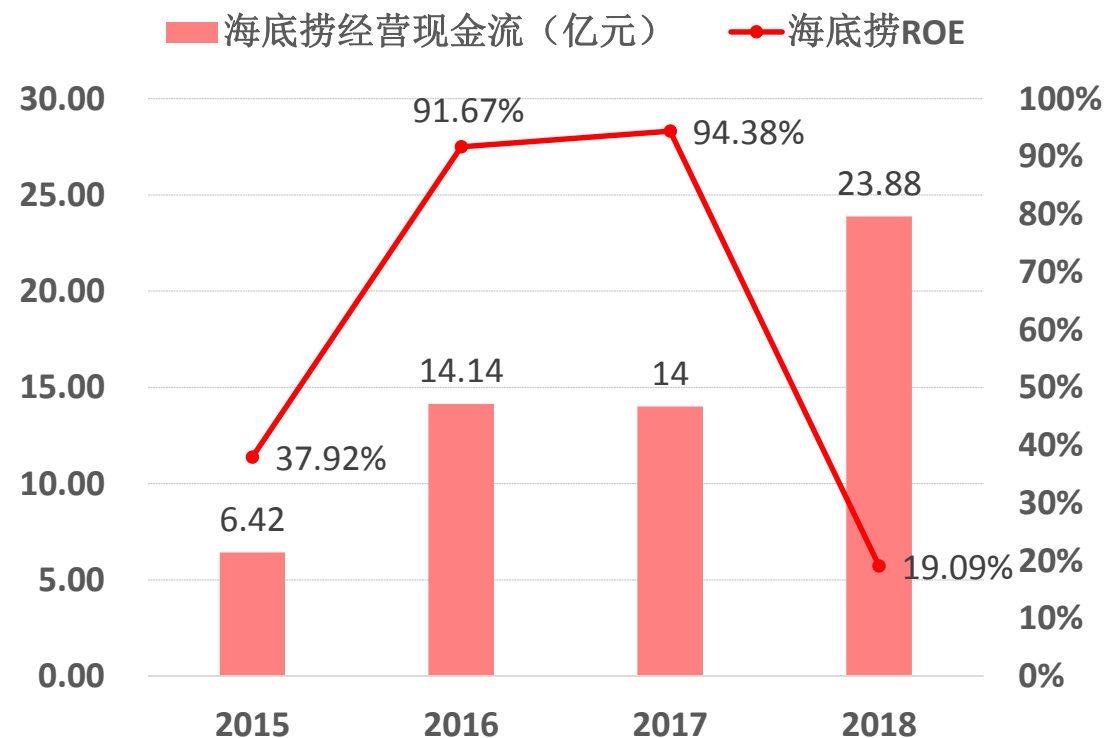
■ 高PE是高ROE+良好现金流的体现：

- 星巴克及海底捞模式最为有利的在于高ROI及良好的经营现金流，保证其扩张可持续，尤其对海底捞而言，当前融资成本较高，较短的投资回收期及良好的经营现金流能为公司扩张提供极大支持。

图表：星巴克盈利质量较高



图表：海底捞盈利质量高







3.1 优质赛道——产品的“上瘾”属性



中信建投证券
CHINA SECURITIES

■ 咖啡与火锅均属于餐饮行业的优质赛道：

- 产品的消费频次对连锁化发展有重要影响，越高频的产品，需求空间潜力越大，也意味着连锁规模越大。咖啡与火锅（辣椒）均属于会让消费者“上瘾”的产品，在消费频次上较其他饮品、正餐更具优势。

上瘾

原因分析



咖啡因（——刺激大脑生产「多巴胺」，负责大脑中情欲、兴奋等感觉信息的传递）——提升情绪、刺激肾上腺产生肾上腺素——应对工作压力——**产生依赖**。



辣（——刺激人体产生香草醛体——神经细胞温度增加）——产生痛觉——刺激大脑产生内源性吗啡（内啡肽）——产生愉悦感——提振食欲——**产生依赖**。



3.1 优质赛道——场景的“社交”属性

■ 咖啡与火锅均属于餐饮行业的优质赛道：

- 对咖啡及火锅而言，“**社交**”属性为其赋能。其中，星巴克是通过连锁咖啡馆构建“第三空间”，成为“商务及休闲社交”的标志性场所。而海底捞则是借助火锅本身优势，以“美食”为情感纽带，叠加火锅带来的包容、热烈、自由的气氛，成为亲朋聚餐首选。

星巴克



“第三空间”需求大

社会学的“第三空间”伴随消费升级，其需求在不断增加。星巴克通过线下门店来为自己的顾客提供“第三空间”。

01

无压迫的氛围

星巴克采用“朋友式”服务，在门店内无压迫及强制消费，提供轻松的氛围。

02

社交营销手段

星巴克的平台通过“请朋友喝咖啡”、礼品卡等方式增加社交触点，挖掘多场景社交消费需求。

03

社交

01

01

02

02

03

03

海底捞



热烈的氛围

辣椒能够制造热烈氛围，消除陌生感，且心情能够随着进餐过程越加愉悦。

01

包容性强

火锅的锅底、涮品、小料都具有极高的自由度与极大的包容性，满足多元化需求。

02

内含处世哲学

火锅体现多种中国的处世哲学，具有文化传承与文化输出的重要功能。

03



3.1 优质赛道——细分赛道占优

■ 咖啡与火锅均属于餐饮行业的优质赛道：

- 尽管细分赛道属性不同，海底捞与星巴克在赛道上仍有相似点。作为餐饮行业的牛股，星巴克与海底捞的成功既有赛道本身的优势，也有企业优秀的管理运营能力影响。

星巴克



高频：欧美平均每人消费1.4杯咖啡/天，美国高峰时每人每天咖啡达3杯以上。

成瘾性、高度标准化：咖啡具备成瘾性，在消费频次上较其他饮品更具优势。同时，在烘焙、萃取技术发展下，标准化程度高，易复制。

先发优势：星巴克是首个将意式咖啡馆引入美国的品牌，在发展初期罕有竞争对手，在咖啡销量上PK的是麦当劳、Dunkin' Donuts等。

消费频率



产品属性



竞争格局



海底捞

低频：火锅属于正餐，每人每天用餐数量为两次，但正餐种类超过20种，因此，火锅消费频率较低。

一定成瘾性、标准化较高：火锅在正餐赛道中标准化程度最高，即使与部分中式快餐相比，在加工度都处较低水平，利于连锁、复制。

有一定先发优势：海底捞成立较早，但真正向外扩张时点与整个火锅行业的高速扩张阶段重合，在各地扩张时，与多个竞争对手有碰撞，竞争较为激烈。



3.2 品牌构建 “护城河”

图表：星巴克及海底捞的品牌塑造

	星巴克	海底捞
供应链	贯彻从一粒种子到一杯咖啡的全过程，星巴克从最上游的咖啡种植（咖啡种植者支持中心）到咖啡豆包装封存，再到门店产品制作，均有精细化的管理手段，以全面、精准、高效优化流程，并保证咖啡的高品质。	全产业链布局，通过关联方打造上下游餐饮产业链，构建了海底捞生态体系。通过与关联方合作，海底捞可有效把控食材的供应端，确保食材来源的可追溯性，保障食材安全，同时确保供应效率，建立采购优势。
管理激励	注重“以人为本”的服务理念，重视内部员工，会对企业员工进行投资，甚至会发展为“合伙人”。	海底捞提倡“用双手改变命运”，以人性化管理对待员工，员工待遇福利超过同行水平，让员工把公司当成家。
溢价水平	在终端定价上享有溢价优势，且目前价格区间已经通过烘焙工坊等高端店进一步放大。	目前为中端档次火锅，终端价格和同类火锅相接近，具有较高的性价比。但通过其品牌实力，在租金水平上有较大的溢价优势。

- 品牌是最佳“护城河”，在品牌塑造上，星巴克及海底捞均通过自身企业文化及价值观培育市场、刺激消费、吸引粉丝：
- 品牌是企业长期管理沉淀的结果，品质仅是最为基础的要求，更进一步去提升复购率的是在经营过程中传达的理念与价值观，增加消费者对品牌的认同度，实现能穿越经济周期的持续增长。



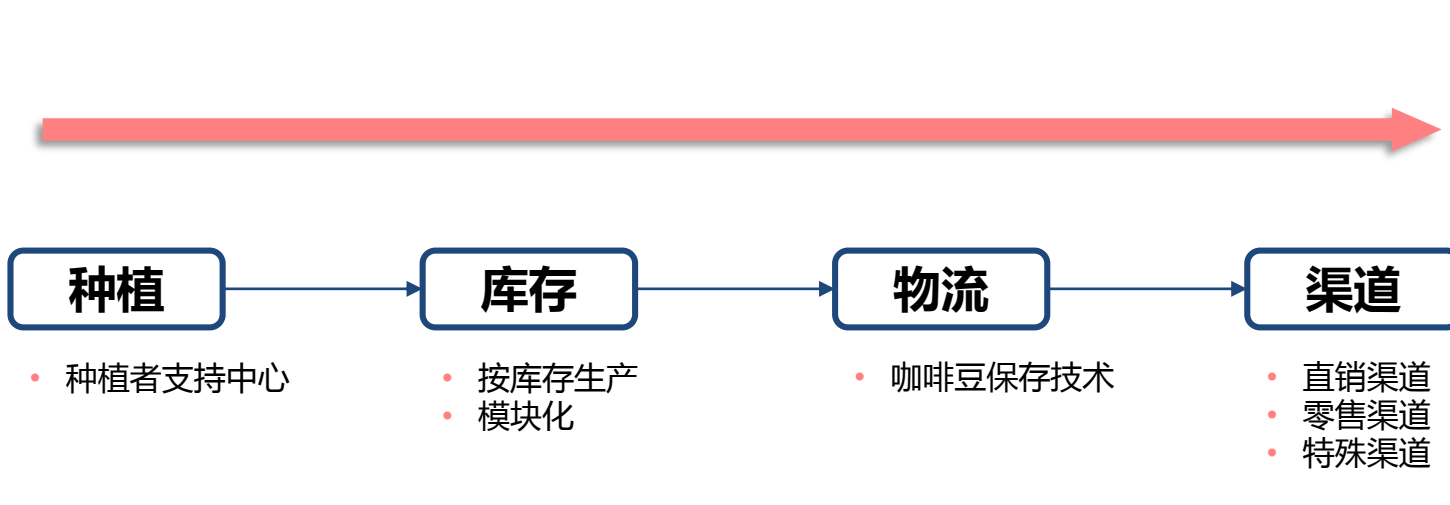
3.2 品牌构建 “护城河” ——供应链



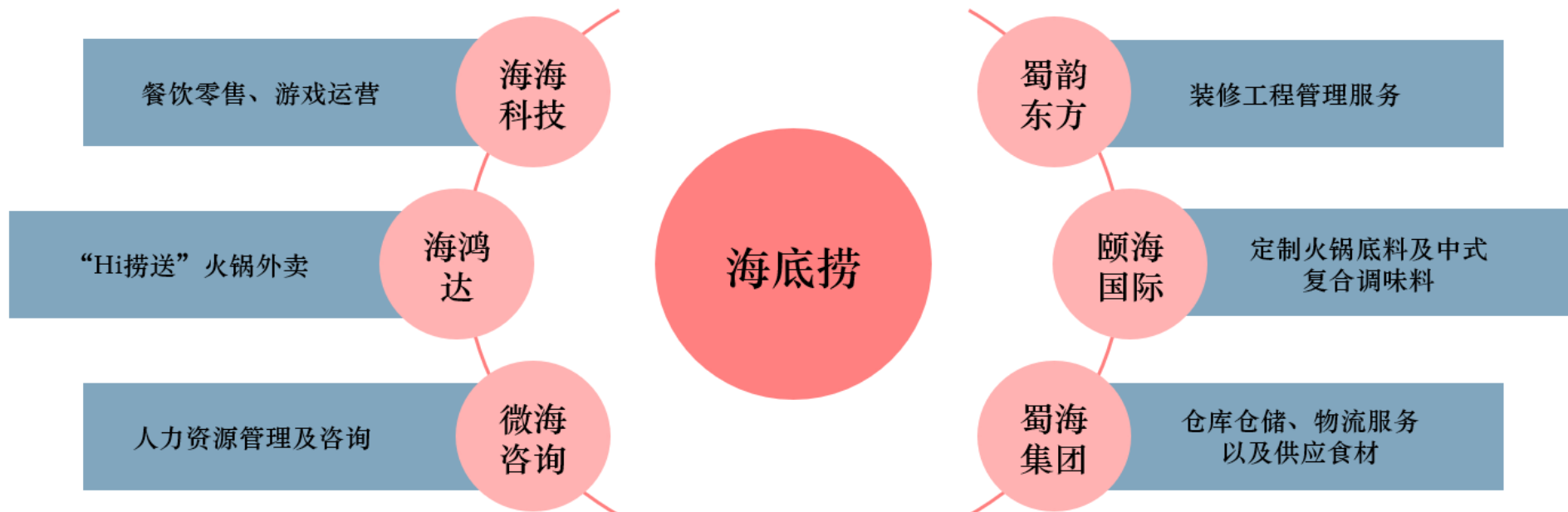
中信建投证券
CHINA SECURITIES

星巴克

咖啡豆



一杯咖啡



海底捞



3.2 品牌构建 “护城河” ——管理激励



中信建投证券
CHINA SECURITIES

高薪酬、福利

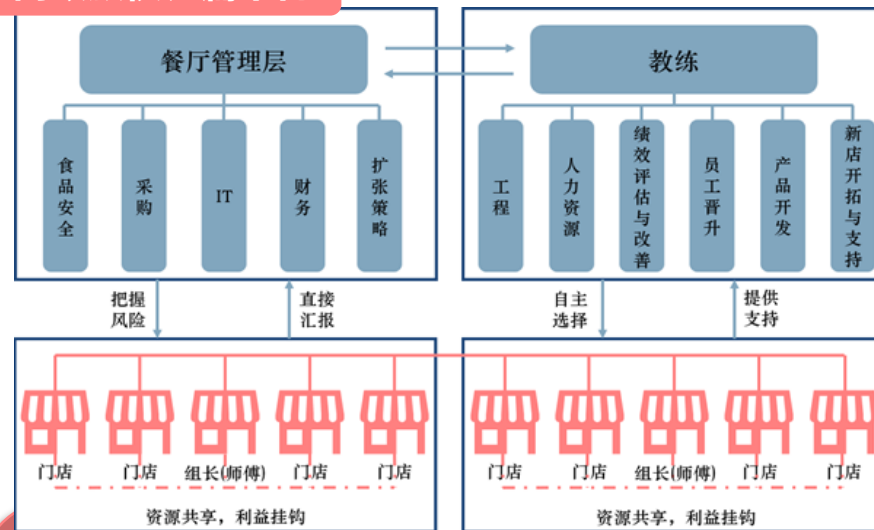
- 提供高薪酬，且会拨出款项给员工加薪；
- 向员工提供完善的医疗保健及意外险等保障；
- 员工互助——“星基金”；
- 股权激励——员工变“合伙人”：
✓ 1991年，星巴克开始实施“咖啡豆股票”（Bean Stock），将员工与公司业绩绑定。

星巴克

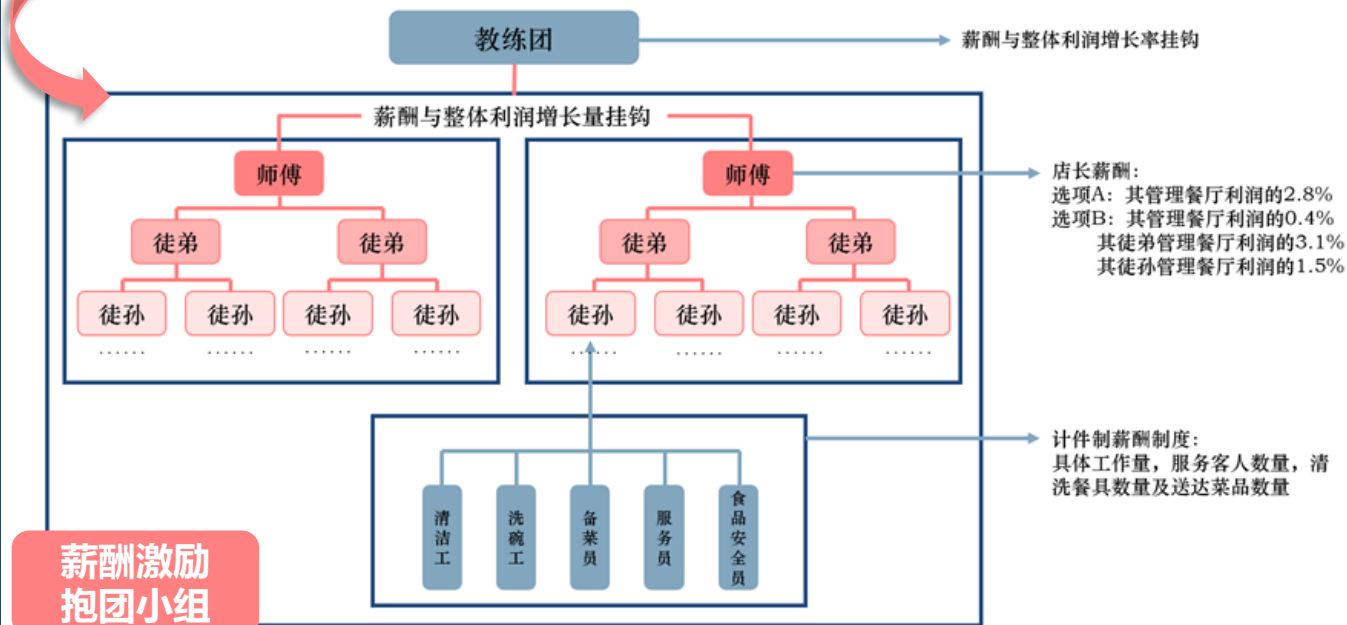
长期的职业规划

- 星巴克提供晋升路径——门店垂直、跨部门发展，公司也倾向于提拔内部培养的员工；
- 提供培训——门店经营实习、咖啡知识培训、星巴克大学等；
- 重视员工反馈及意见，增强员工主人翁意识，提升员工对公司的忠诚度。

简政放权、扁平化



海底捞







4.1 星巴克：借资本强化实力，扩大成长空间



中信建投证券
CHINA SECURITIES

■ 星巴克在上市后通过融资加码主营业务：

• 推出新品饮料，实现产品多元化：

- 星巴克的明星产品**星冰乐 (Frappuccino)** 原是由乔治·豪威尔的马萨诸塞咖啡连锁店开发并命名，直到星巴克1994年将其收购，1995年正式于门店推出；
- 2011年，星巴克以3000万美元价格收购果汁生产商**Evolution Fresh**，其果汁开始在门店销售；
- 2016年，星巴克收购意大利烘焙品牌Princi，引入意大利高端精品**手工烘焙食品**。





4.1 星巴克：借资本强化实力，扩大成长空间



中信建投证券
CHINA SECURITIES

■ 星巴克在上市后通过融资加码主营业务：

• 促进全球扩张：

- 1998年，星巴克通过收购英国西雅图咖啡公司，获得其60家门店，一举进入英国市场；
- 对于看好的中国大陆市场，星巴克通过多次收购，从合作方手中回收股份。



1999-2003

授权经营阶段

2003年收购将中国市场分为华北、华东、华南，授权北京美大星巴克经营北京、天津市场，与统一集团合资成立上海统一星巴克经营江浙沪市场，与美心集团合资成立美心星巴克经营华南市场。



2003-2006

回收合资公司股权

2003年收购上海统一星巴克股权至50%；
2005年收购美心星巴克股权至51%；
2006年收购北京美大星巴克股权至90%；
逐步回收控制权，获取更多利益。



2007年至今

全面直营扩张模式

2011年收购美心集团剩余30%合资公司股权，获得其在广东、海南、四川、陕西、湖北和重庆100%所有权；
2017年收购上海统一的剩余50%股份，取得在江浙沪门店的100%所有权。



4.1 星巴克：借资本强化实力，扩大成长空间



中信建投证券
CHINA SECURITIES

■ 星巴克在上市后通过融资加码主营业务：

• 布局多品牌、差异化门店网络：

- 1999年，星巴克收购Tazo Tea（茶叶生产和分销商），初次布局茶饮行业，2017年将其卖给联合利华；
- 2003年，星巴克收购了西雅图贝斯特咖啡（Seattle's Best），以不同档次定位，巩固美国本土业务；
- 2012年收购茶饮品牌Teavana，以独立运营布局茶饮潜在市场，后关闭门店，茶饮继续通过星巴克门店销售。



Tazo Tea



Seattle's Best



Teavana



4.1 星巴克：借资本强化实力，扩大成长空间



中信建投证券
CHINA SECURITIES

■ 星巴克在上市后通过融资加码主营业务：

• 升级高端门店：

-提出“塞壬零售”（Siren retail）战略，包括星巴克烘焙工坊、星巴克臻选、Princi等。



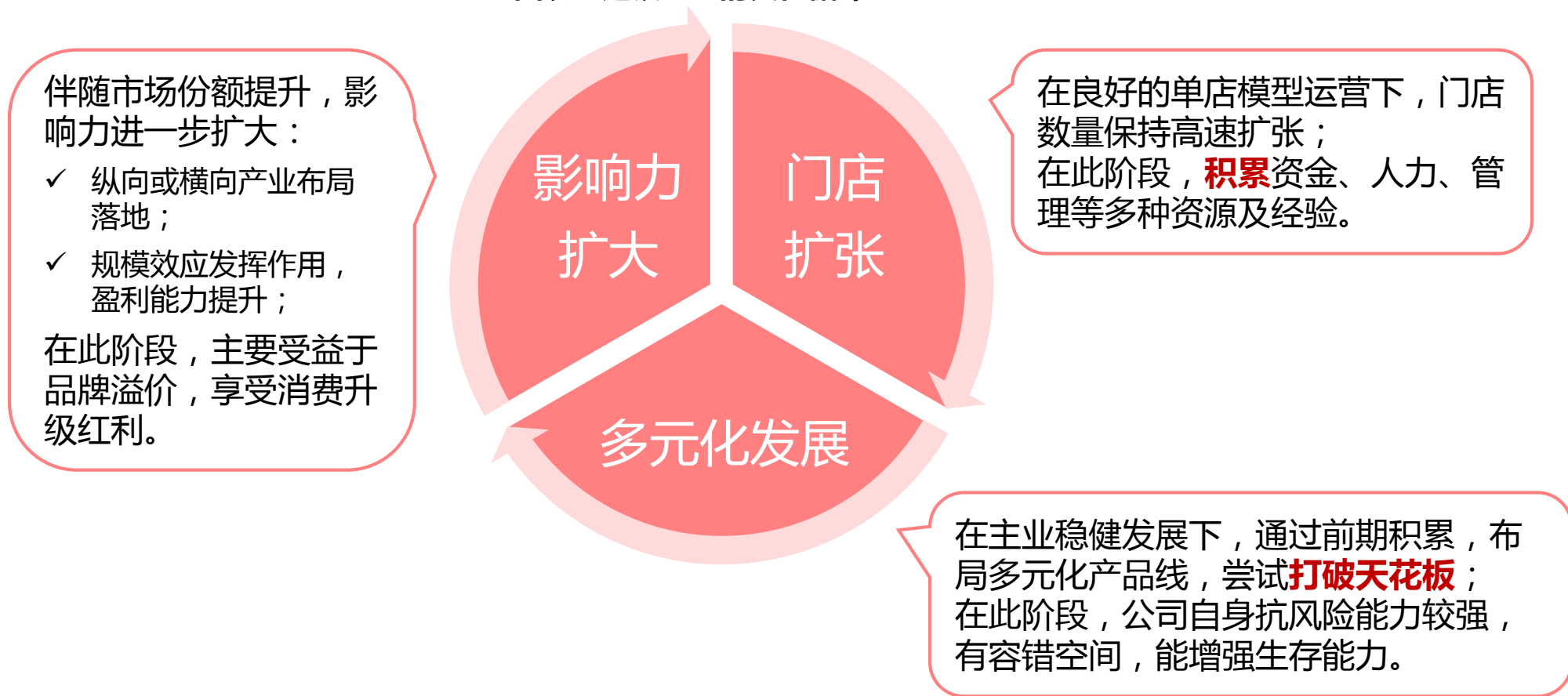


4.2 海底捞：初登资本市场，前景可期

■ 参考星巴克，对海底捞而言，上市也是起步阶段：

- 借助资本实力，海底捞在发展上手段、策略更为灵活，包括开发培育第二品牌、海外扩张等。

图表：连锁企业的良性循环





4.3 盈利预测

图表：海底捞盈利预测

(单位：家)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总计	146	176	273	466	800	1115	1330
净开店数量		30	97	193	334	315	215
增速		20.55%	55.11%	70.70%	71.67%	39.38%	19.28%
(单位：万元)							
营业总收入	575,668	780,769	1,063,717	1,696,910	2,851,299	4,370,027	5,714,333
增速		35.63%	36.24%	59.50%	68.03%	53.26%	30.76%
营业总成本	524,031	653,592	912,942	1,485,949	2,500,027	3,829,124	4,996,357
增速		24.72%	39.68%	62.76%	68.24%	53.16%	30.48%
净利润	41,068	97,819	119,434	164,885	271,205	414,027	548,606
增速		138.19%	22.10%	38.05%	64.48%	52.66%	32.50%
归母净利润	27,269	73,517	102,785	164,616	270,662	413,199	547,509
增速		169.60%	39.81%	60.16%	64.42%	52.66%	32.50%

风险提示：餐饮行业政策变化；食品安全及卫生问题；渠道下沉不及预期；扩张速度带来成本及费用压力较大。

附：海底捞系列报告合集

1，火锅深度报告之一：餐饮行业的最优赛道

2，火锅深度系列二：舌尖上的万亿市场

3，海底捞深度：规模扩张加速，火锅龙头走向世界

4，内部人士首次揭秘：海底捞的品牌战略和行业护城河

5，香港路演总结与思考：如何看待海底捞的100倍估值

6，详拆海底捞单店盈利模型

7，台湾路演见闻：海底捞算核心资产吗

8，海底捞扩张进一步提速，同店数据量价齐升

9，海底捞机构持仓及交易情况分析

相关读书笔记：

1500亿市值后回望初心——《海底捞你学不会》读书笔记 | 燕首席·第4期

海底捞的企业文化与制度变迁——《海底捞店长日记》读书笔记·第16期

更多研究成果，敬请关注微信公众号：



谢谢观看！

THANKS

分析师介绍

贺燕青：中信建投研究发展部社会服务行业首席分析师，武汉大学会计学本科、经济法研究生，7年证券从业经验。

李铁生：中信建投研究发展部社会服务行业联席首席分析师，西安交通大学数量经济与金融硕士，6年证券从业经历。

陈语匆：中信建投研究发展部社会服务行业分析师，3年证券从业经验。

研究助理 陈如练：上海财经大学国际商务硕士，2018年6月加入中信建投社服团队。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
XU SHUFENG 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来6个月内相对超出市场表现15%以上；

增持：未来6个月内相对超出市场表现5—15%；

中性：未来6个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来6个月内相对弱于市场表现5—15%；

卖出：未来6个月内相对弱于市场表现15%以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

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

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

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

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

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

上海

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

深圳

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