

积极变革，火锅龙头再起航

海底捞 (6862.HK) 首次覆盖报告

证券研究报告

2021年07月18日

● 核心结论

餐饮龙头标杆，组织能力超群。海底捞是全球领先、快速增长的中式餐饮品牌，2018年以3.4%的市占率位居火锅行业第一。2016-2019年，海底捞营收和归母净利润分别CAGR+50.4%/+47.2%，业绩的持续高增主要系门店的快速扩张和同店数据（翻台率、客单价等）的持续提升驱动，而独特的管理模式以及前瞻的全产业链布局则是其亮眼表现背后的基石。

火锅赛道潜力大，后疫情时代强者恒强。火锅是我国中式餐饮行业最宽细分赛道，2019年市场规模预计超5千亿，2013-2018年CAGR+11.3%，高于餐饮行业整体增速。在疫情影响下，一部分经营不善的小品牌被洗牌出局，大型餐饮企业则大批量吸纳着单体餐厅退出市场后空出的位置，从而加速了餐饮行业的连锁化进程。从2018年的12%提升至2019年的13%，再提升至2020年的15%；其中，2020年火锅连锁化率为18.3%，高于餐饮行业整体水平，但与美国相比（2019年连锁化率达30%），我国餐饮行业连锁化率仍有较大提升空间。

积极变革，组织力、产品力提升值得期待。海底捞调整短期发展战略，将“抓翻台率”作为短期工作重点，短期翻台率企稳回升。更为重要的是，公司积极变革，恢复大区经理模式，重点加强门店经营管理，产品研发+营销加码，焕发品牌活力，或将为未来翻台率进一步恢复注入动能；中长期看，海底捞开店空间依然广阔，预计将达3000-3500家。此外，海底捞依托平台能力不断试水餐饮新业态、新品类，有望打开中长期发展空间。

投资建议：我们预计公司2021-2023年EPS分别为0.69/1.23/1.48元。考虑到海底捞身处火锅这一优质赛道、自身护城河较高，且不断探索新业态寻求第二增长曲线，给予公司2022年40倍PE，对应目标价为人民币49.2元（约59.0港元），首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：翻台率恢复不及预期，开店不及预期，新业态孵化不及预期

● 核心数据

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	26,556	28,614	52,608	76,674	92,285
增长率	56.5%	7.8%	83.9%	45.7%	20.4%
归母净利润（百万元）	2,345	309	3,783	6,739	8,061
增长率	42.3%	-86.8%	1123.1%	78.2%	19.6%
每股收益（EPS）	0.44	0.06	0.69	1.23	1.48
市盈率（P/E）	84.4	639.5	53.9	30.2	25.3
市净率（P/B）	18.6	19.3	14.7	10.6	8.3

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级

买入

股票代码

06862

前次评级

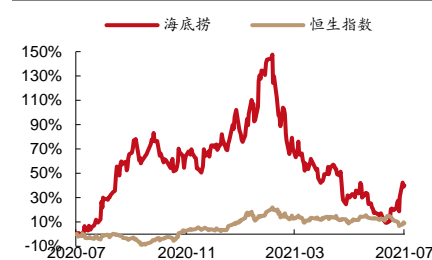
评级变动

首次

当前价格

44.80

近一年股价走势



分析师



许光耀 S0800518080001



021-38584237



xuguanghui@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	5
关键假设	5
区别于市场的观点	5
股价上涨催化剂	5
估值与目标价	5
海底捞核心指标概览	6
一、餐饮龙头标杆，组织能力超群	7
1.1 利益共享+全产业链布局，带来极致顾客体验	9
1.1.1 “连住利益，锁住管理”是海底捞独特管理模式	9
1.1.2 全产业链布局，重构成本费用结构	11
1.2 蓄势持续高增长，同店表现优异	13
二、火锅赛道潜力大，后疫情时代强者恒强	16
2.1 火锅行业热度不减，发展空间依旧广阔	16
2.2 疫后行业连锁化率加快，马太效应凸显	18
三、组织变革扬帆再起航，多点开花未来可期	20
3.1 “危”中孕“机”，积极变革应对挑战	20
3.1.1 积极变革，组织力、产品力提升值得期待	20
3.1.2 中长期开店空间有望达 3000 家	21
3.2 新业态积极探索，静待花开	22
3.2.1 新式快餐：布局短平快的小餐饮项目	23
3.2.2 食品：紧抓风口品类	24
四、盈利预测与投资建议	27
4.1 关键假设	27
4.2 盈利预测与估值	28
五、风险提示	28

图表目录

图 1：海底捞核心指标概览图	6
图 2：公司发展历程	7
图 3：公司股权结构（截至 2020 年报）	8
图 4：公司核心竞争力	9
图 5：海底捞门店员工的考核体系	10
图 6：计件制是员工绩效核算的基础	10
图 7：海底捞员工的晋升路径	10

图 8: 采用师徒制模式“连住利益、锁住管理”	11
图 9: 公司全产业链布局	11
图 10: 2016-2020 年, 公司营收增速高于其他连锁餐饮企业	13
图 11: 2020 年疫情影响下, 公司业绩下滑	13
图 12: 近年来, 海底捞加速拓展下沉市场	14
图 13: 海底捞门店总数高于其他中式连锁餐饮品牌	14
图 14: 近年来三线及以下城市同店销售增长显著高于一二线城市	14
图 15: 海底捞翻台率处于行业较高水平	15
图 16: 海底捞客单价处于行业较高水平	15
图 17: 2020 年疫情下我国餐饮收入跌破 4 万亿	16
图 18: 2020 年百强餐饮企业总营收同比下降 3.1%	16
图 19: 火锅在中式餐饮市场占比第一 (2017 年)	16
图 20: 在大众点评关键词热搜综合排名中, 火锅占据 C 位	16
图 21: 预计 2019 年我国火锅市场规模超 5 千亿	17
图 22: 5 月, 全国餐饮收入恢复至 19 年同期 105% 水平	17
图 23: 2020 年 1-12 月餐饮整体线上单量趋势	17
图 24: 2020 年我国餐饮行业连锁化率加速提升	18
图 25: 我国火锅连锁化水平高于餐饮行业整体水平	18
图 26: 我国火锅餐厅数量众多	18
图 27: 2018 年火锅行业 TOP5 合计市占率为 8.1%	18
图 28: 2020 年百家以上门店规模的连锁火锅品牌门店数占比大幅上涨	19
图 29: 2020 年疫情中公司逆势扩张	20
图 30: 公司进行组织架构调整, 向门店经营倾斜	21
图 31: 海底捞国内市场火锅门店数测算模型	22
图 32: 各城市开店空间测算结果展示	22
图 33: 烧烤品牌的连锁化率正逐步提升	24
图 34: 烧烤品类中, 50 家及以下门店规模连锁品牌占比最大	24
图 35: 江湖海底采用“烧烤+酒”模式	24
图 36: 江湖海底菜单融合了陕西地域食材	24
图 37: 2015-2020 年我国茶饮行业规模 CAGR+9.8%	25
图 38: 2015-2020 年我国现制茶饮行业规模 CAGR+21.9%	25
图 39: 海底捞奶茶店	25
图 40: 海底捞精酿啤酒	26
图 41: 乳酸菌饮料“鲜小菌”	26
图 42: 海底捞“味伴侣”	26
图 43: 植物肉更健康、环保	26

表 1: 2020 年餐饮企业百强名单 (截取 TOP10)	7
--------------------------------	---

表 2: 公司上市以来的首个股权激励计划	8
----------------------	---

表 3: 不同连锁餐饮企业的杜邦分析	12
表 4: 不同连锁餐饮企业的成本费用拆解	12
表 5: 公司新餐饮业态的探索	23
表 6: 公司收入拆分及预测	27
表 7: 2022 年行业可比公司平均 PE33X.....	28

投资要点

关键假设

- 1) 门店方面：为维稳翻台率，我们认为公司开店节奏或将放缓，预计 2021-2023 年分别新开店 450/400/400 家。
- 2) 翻台率方面：受疫情影响，2020 年公司翻台率下滑，进入 2021 年以来恢复仍略显乏力，但考虑到公司品牌韧性较强、开店节奏放缓，我们认为 2022-2023 年将恢复至正常水平；预计 2021-2023 年老店翻台率分别为 3.7/4.2/4.2 次/天。
- 3) 客单价方面：我们认为客单价水平主要受成本端和 CPI 水平影响，未来将保持小幅上升趋势；预计 2021-2023 年境内餐厅客单价同比分别增长 0%/2%/2%。
- 4) 外卖业务、调味料产品及食材销售收入：随着门店的扩张，外卖业务收入仍会保持较高增速，但目前占比较低，出于保守原则，我们预计 2021-2023 年外卖业务占门店营收的比重维持 1.8%，调味料产品及食材销售业务占门店营收的比重分别为 1.5%/1.4%/1.3%。
- 5) 成本费用方面：综合考虑疫情影响以及原材料价格波动，我们预计公司 2021-2023 年毛利率分别为 56.8%/57.0%/57.0%；同时，我们认为随着公司门店的进一步下沉以及餐厅的数字化升级，费用端有望进一步优化，预计公司 2021-2023 年员工费用率分别为 30.2%/28.8%/28.9%，租金费用率维持 0.9% 的水平，折旧摊销率分别为 7.2%/6.7%/6.8%，其他费用率（水电开支、差旅及相关开支等）分别为 8.5%/8.4%/8.3%。

区别于市场的观点

市场对于海底捞后续的表现仍有质疑，我们认为：公司已推出了一系列变革措施，虽然短期见效仍较为缓慢，但组织变革见效并非朝夕之功，需要一定的时间，尤其是在当前外部环境仍然较差（海底捞对应的商务宴请、家庭聚会需求恢复最为缓慢）的背景下；公司借助低谷期积极修炼内功、优化组织机能、重塑企业文化，有望为中长期发展打开新的局面。

此外，我们认为后续公司翻台率有望企稳回升：（1）短期来看，火锅行业逐渐进入暑期旺季，翻台率有望实现环比改善，短期翻台率的低点（4 月份翻台率不足 3.0）将成为阶段性低点；（2）从疫情角度来看，疫苗接种在稳步推进，居民外出就餐意愿有望进一步提升，参照 SARS 后的消费行业表现，此次疫后消费的进一步复苏或有延迟，但绝不会缺席；（3）公司内部管理变革仍然进行中，从量变到质变有望渐行渐近，不断强化“制度化管理、流程化操作、数据化考核、追踪式监督”运营模式。

股价上涨催化剂

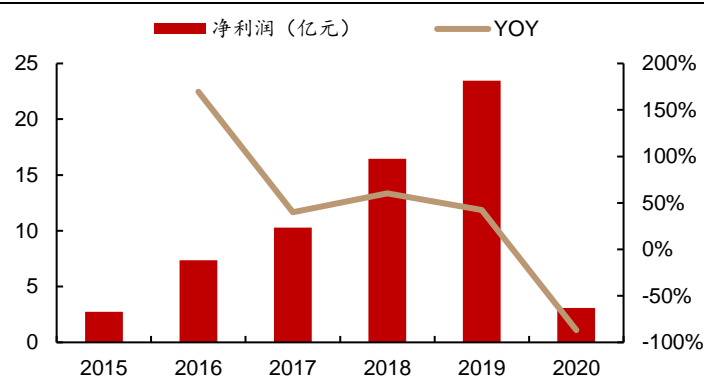
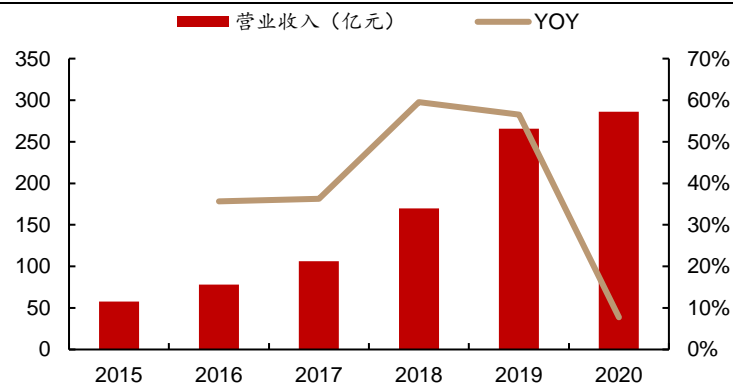
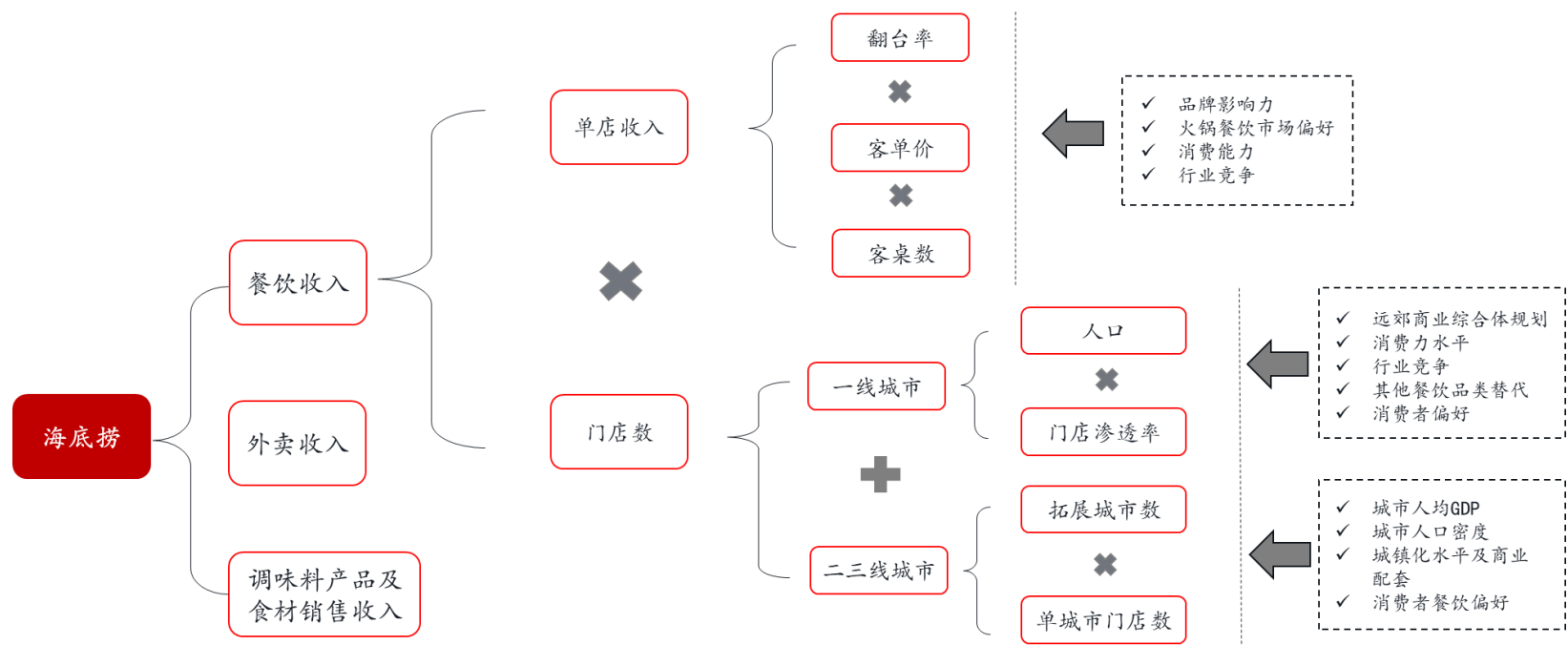
- 1) 疫苗接种稳步推进，居民外出就餐意愿逐步加强，餐饮消费持续恢复；2) 公司翻台率有望实现环比改善

估值与目标价

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 37.83/67.39/80.61 亿元，EPS 分别为 0.69/1.23/1.48 元，最新股价对应 PE 分别为 54/30/25 倍。目前行业可比公司 2022 年平均估值水平为 33 倍；考虑到海底捞身处火锅这一优质赛道、自身护城河较高，且不断探索新业态寻求第二增长曲线，我们给予公司 2022 年 40 倍 PE，对应目标价为人民币 49.2 元（约 59.0 港元），首次覆盖，给予“买入”评级。

海底捞核心指标概览

图1：海底捞核心指标概览图



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

一、餐饮龙头标杆，组织能力超群

海底捞是全球领先、快速增长的中式餐饮品牌，主打火锅品类。1994 年，海底捞在四川简阳开设了第一家火锅店；1999 年，海底捞开始异地扩张，率先在西安开出第一家异地店，随后开始主攻北京、上海等一线城市；2012 年，海底捞以新加坡为突破口，成功开辟了海外市场；2018 年，海底捞在港交所上市，同年底全球店数已增至 466 家。截止 2020 年底，海底捞全球门店达 1298 家，门店网络覆盖中国大陆、港澳台地区、新加坡、越南、马来西亚、印尼、韩国、日本、英国、美国、加拿大及澳大利亚等 14 个国家和地区。二十多年来，海底捞凭借优质的产品和极致的服务赢得了市场的口碑；在 2020 年度中国餐饮企业 100 强榜单中，海底捞位居第二。

图 2：公司发展历程



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

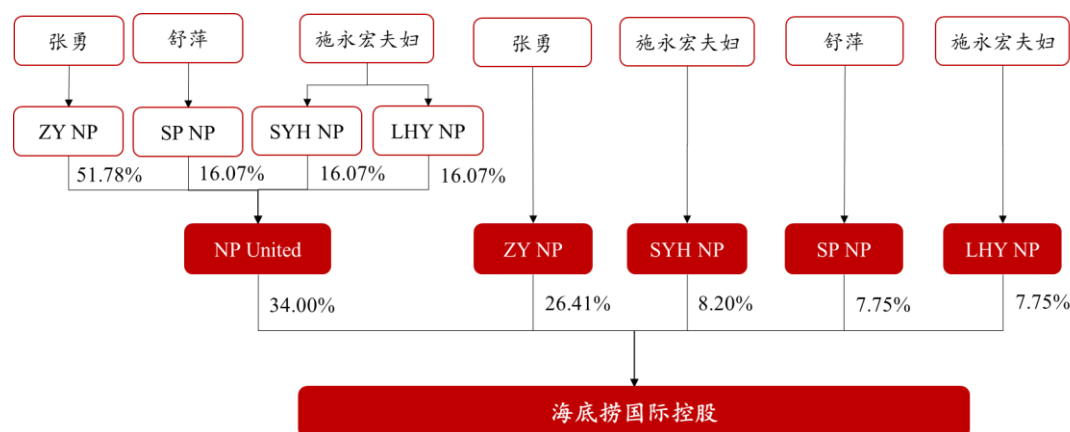
表 1：2020 年餐饮企业百强名单（截取 TOP10）

排名	品牌	企业名称
1	肯德基	百胜中国控股有限公司
2	海底捞	海底捞火锅
3	麦当劳	金拱门（中国）有限公司
4	千喜鹤	河北千喜鹤饮食股份有限公司
5	德克士	天津顶巧餐饮服务咨询有限公司
6	杨国福	上海杨国福企业管理（集团）有限公司
7	品尚豆捞	江苏品尚餐饮连锁管理有限公司
8	朝天门	重庆朝天门餐饮控股集团有限公司
9	中快餐饮（团餐）	深圳中快餐饮集团有限公司
10	西贝莜面村	内蒙古西贝餐饮集团有限公司

资料来源：中国烹饪协会，西部证券研发中心

创始人为张勇夫妇和施永宏夫妇，目前实际控制人为张勇。截至 2020 年 12 月 31 日，公司实际控制人张勇及其一致行动人直接和间接持有公司 68.16% 的股份，联合创始人施永宏及其一致行动人直接和间接持有公司 15.95% 的股份；股权较为集中，有利于公司稳定发展。

图 3：公司股权结构（截至 2020 年报）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心（注：张勇和舒萍为夫妻关系）

首个股权激励计划落地，有助于留住核心人才。5月20日，公司公布上市以来的第一个员工股权激励方案，计划授予公司核心人员 1.59 亿股股份，占公司截止公告日已发行股本的 3.0%；其中，1.431 亿股授予公司 1500 多名员工及顾问，1590 万股授予公司及附属公司的 17 名董事及高级行政人员。股份归属期高达 10 年，并附有归属条件（主要为未来业绩指标和创新领域贡献等方面）。较长的行权周期及严格的行权条件，有助于实现核心人员与公司利益的长期绑定，巩固“连住利益，锁住管理”的独特发展模式。

表 2：公司上市以来的首个股权激励计划

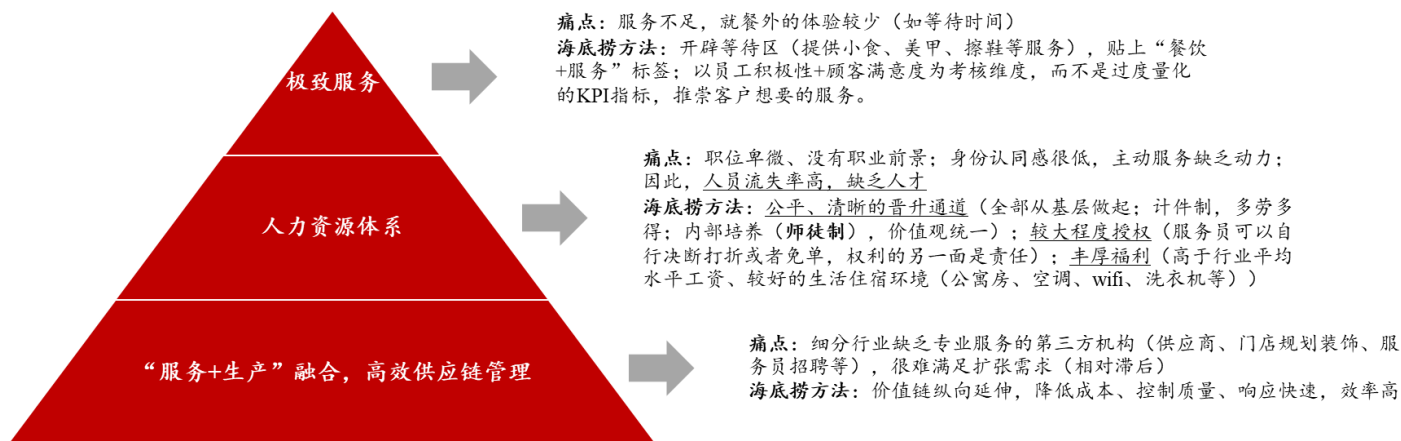
承授人	职务	授予股份（股）	占截至公告日已发行股份总数比例
非关联承授人	1,500 多名员工及顾问	143,100,000	2.70%
关联承授人		15,900,000	0.30%
张勇	创始人，执行董事兼首席执行官	1,987,500	0.04%
施永宏	创始人，执行董事	1,987,500	0.04%
周兆呈	执行董事	1,987,500	0.04%
高洁	执行董事	1,987,500	0.04%
邵志东	首席信息官、教练及附属公司董事	795,000	0.02%
杨立	教练、附属公司董事	795,000	0.02%
杨华	区域统筹教练、附属公司董事	795,000	0.02%
谢英	教练、附属公司最高行政人员	795,000	0.02%
宋青	区域统筹教练、附属公司董事	795,000	0.02%
刘林毅	区域统筹教练、附属公司董事	795,000	0.02%
梁杨兵	教练、附属公司最高行政人员	795,000	0.02%
李瑜	区域统筹教练、家族长以及附属公司董事及最高行政人员	397,500	0.01%
蒋冰遇	区域统筹教练、附属公司董事	397,500	0.01%
王金平	区域统筹教练、附属公司董事	397,500	0.01%
苗喜庆	家族长、附属公司最高行政人员	397,500	0.01%
张小军	区域统筹教练、附属公司董事	397,500	0.01%
李敏	区域统筹教练、附属公司董事	397,500	0.01%

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

1.1 利益共享+全产业链布局，带来极致顾客体验

餐饮行业是典型的完全竞争行业，市场竞争激烈、淘汰率高。经过餐饮行业前期的大浪淘沙之后，海底捞在火锅这一细分赛道脱颖而出，其核心竞争力可以归结为以下三点：（1）极致服务，打造差异化特色；（2）优异的人力资源体系，形成一种自下而上的文化；（3）全产业链布局，提升整体效率。

图4：公司核心竞争力



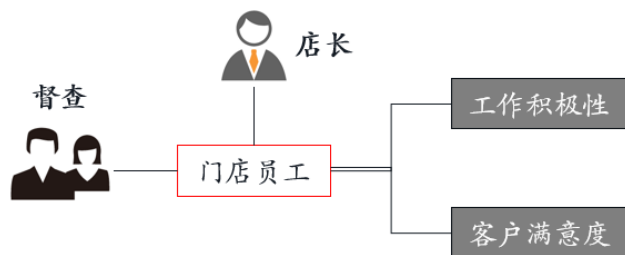
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

1.1.1 “连住利益，锁住管理”是海底捞独特管理模式

火锅行业同质化竞争激励，海底捞凭借其极致的服务体验受到消费者的广泛青睐，而在极致服务的背后是“连住利益，锁住管理”的管理模式。员工的积极性、忠诚度是其用心服务顾客的基石，海底捞通过独特的“连住利益，锁住管理”的管理模式，将员工利益与公司整体利益协调统一、互相绑定，充分激发员工主观能动性，并有利于培养和留住优秀人才，延续企业文化。这一管理模式主要体现在：

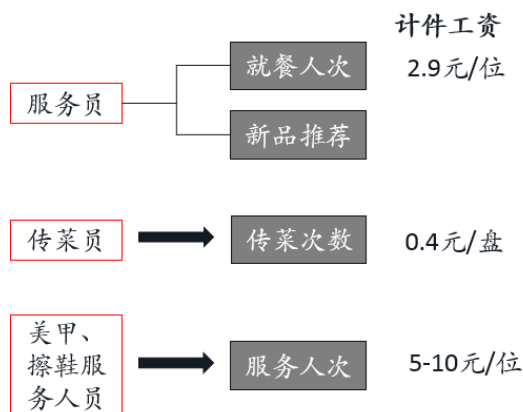
普通员工层面，门店以主观考核为主，绩效实行“计件制”，同时拥有清晰的晋升路径，从而提高员工积极性和忠诚度。一方面，对于门店考核（疫情前），并非单纯以利润为导向，而是主要考核员工工作积极性和顾客满意度；另一方面，对于员工的绩效考核主要依赖“计件制”，将员工的绩效工资与劳动付出直接挂钩，多劳多得，公平透明。海底捞的价值观为“双手改变命运”，员工除了通过自己的努力获得丰厚的报酬外，还能清晰地看到职业未来的发展方向，在工作中不断收获成就感。海底捞的员工（除财务和工程部）都是以基础员工为起点，拥有管理、技术、后勤三条公平、清晰的晋升路径；核心员工（优秀员工、领班、店长等）基本依赖于自身的培养体系，且核心员工的月流失率较低，基本在8%-9%左右（行业平均水平在20%-30%左右）。

图 5：海底捞门店员工的考核体系



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

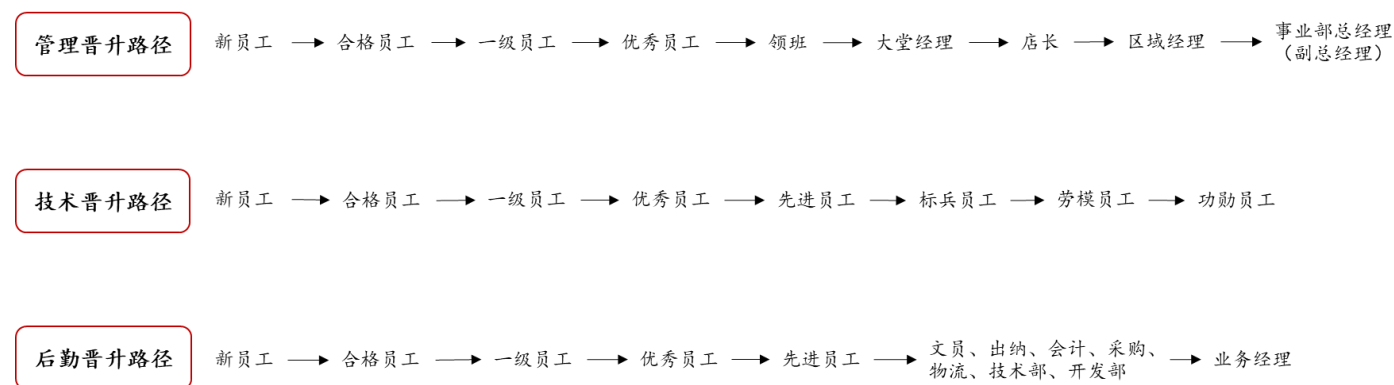
图 6：计件制是员工绩效核算的基础



资料来源：公司招股说明书，《海底捞你学不会》，西部证券研发中心

注：计件工资水平为历史草根调研数据，或与最新标准存在一定偏差

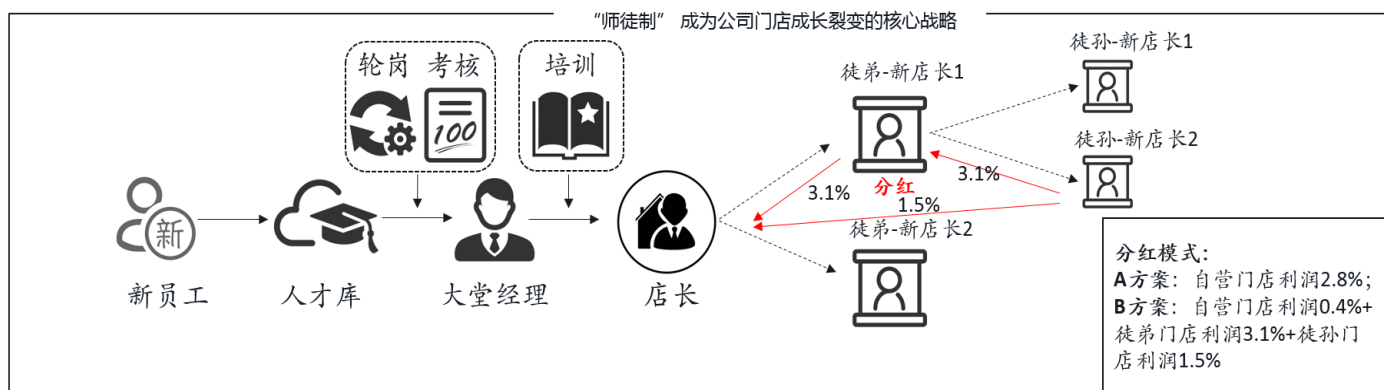
图 7：海底捞员工的晋升路径



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

店长层面，采用“师徒制”模式，培养合格店长，保障门店扩张的人才需求。“师徒制”完美诠释了“连住利益，锁住管理”的管理理念。海底捞的每一位新员工都会分配一位师傅，师傅可以提名优秀徒弟进入公司人才库；而店长可以推荐其徒弟参加海底捞大学的培训及考核，考核合格且有合适的新开门店后则可提升为新店长。此外，师傅可享受徒弟门店经营利润的提成分红（1.5%-3.1%），利益绑定模式下，师傅的薪酬与徒弟的业绩及数量高度相关，从而激励师傅培养更多合格的新店长，为公司储备人才，以应对门店网络的快速扩张。

图 8：采用师徒制模式“连住利益、锁住管理”



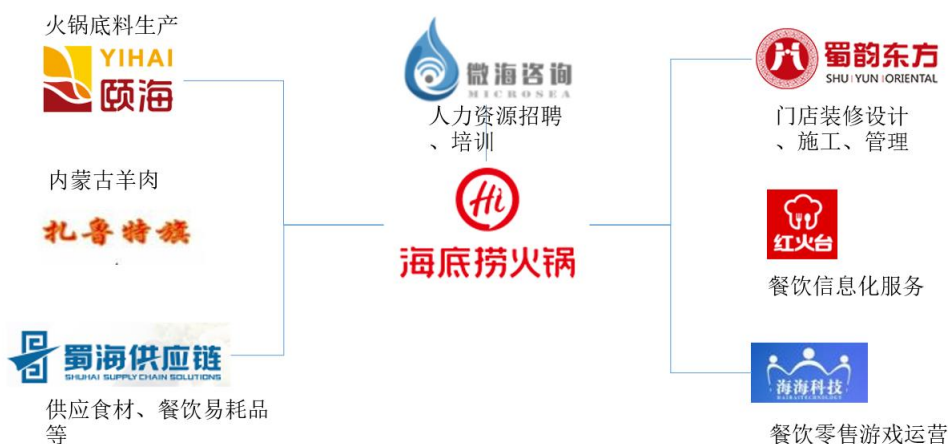
资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

1.1.2 全产业链布局，重构成本费用结构

差异化的服务体验是海底捞成功的开始，而“服务+生产”的全产业链布局则是其长青的基石。全产业链布局或代表了未来餐饮行业的发展新趋势，即前端依靠产品和服务驱动企业品牌塑造、获取客户流量，后端依靠高效率的供应链管理体系降低成本、提升盈利水平，我们称之为“收入-成本”链的转置。

为了满足门店的扩张需求以及供应链流程的标准化、可控化，海底捞在内部设立了供应链管理部门、人力资源招聘及培训部门、新门店装修及维护部门以及火锅底料生产基地，并于 2015 年前后将过去服务于海底捞内部的供应链及开店支持部门逐步独立出来，分别成立颐海国际（火锅底料生产企业，1579.HK）、蜀海集团（供应链服务企业）、蜀韵东方（门店设计装饰企业）、微海咨询（人力招聘及培训咨询）、红火台（与用友成立合资公司，专注于餐饮信息化）以及海海科技（餐饮零售游戏开发）等。独资或合资公司目前已经从内部服务走向外部+内部双向服务，市场化经营环境下服务、管理能力得到完善和升级。

图 9：公司全产业链布局



资料来源：公司招股书，公司公告，西部证券研发中心

成本端后移，实现供应链效率最大化。海底捞运营的商业逻辑在于成本尽可能往供应链后

端移动，发挥规模、标准化优势，弥补前端服务高成本。从财务指标来看，2017-2020年，公司 ROE 分别为 108.7%/33.9%/24.4%/3.0%，处于行业较高水平，其中总资产周转率和经营利润率显著高于行业平均水平，体现出公司出色的运营效率。

一方面，海底捞将供应链系统及其他辅助部门剥离在公司体外，带来了高资产周转效率；2017-2020年，公司总资产周转率分别为 3.3/2.2/1.6/1.2，高于其他连锁餐饮企业。

表 3：不同连锁餐饮企业的杜邦分析

		2016	2017	2018	2019	2020
ROE	海底捞	96.65%	108.70%	33.89%	24.36%	2.97%
	九毛九		39.90%	36.35%	101.37%	7.88%
	呷哺呷哺	23.02%	22.70%	21.88%	12.48%	0.08%
净利率	海底捞	12.50%	11.21%	9.70%	8.82%	1.08%
	九毛九	4.41%	4.88%	3.90%	6.91%	5.08%
	呷哺呷哺	13.30%	11.41%	9.71%	4.80%	0.21%
总资产周转率	海底捞	3.04	3.29	2.17	1.64	1.19
	九毛九		1.64	1.78	1.89	0.84
	呷哺呷哺	1.29	1.43	1.56	1.37	0.96
权益乘数	海底捞	2.57	3.42	1.38	1.94	2.69
	九毛九	5.76	4.55	5.83	9.69	1.57
	呷哺呷哺	1.35	1.43	1.45	2.36	2.47

资料来源：wind，西部证券研发中心

另一方面，从海底捞的成本费用端来看，2017-2020年，公司毛利率在 57%~60%之间，低于行业平均水平，人工成本率在 29%~34%之间，高于行业平均水平；这在一定程度上为公司极致服务的“代价”（较高的食材品质、等候区免费小食品、高于行业平均的人工工资等）。但从税前利润率来看，2017-2019年，公司税前利润率分别为 15.3%/13.3%/12.2%，显著高于其他连锁餐饮企业，主要得益于综合费用支出的有效控制；对比其他连锁餐饮企业发现，公司在租金成本、折旧摊销、其他费用（水电支出、差旅等费用）方面具备较大优势。

表 4：不同连锁餐饮企业的成本费用拆解

		2016	2017	2018	2019	2020
毛利率	海底捞	59.3%	59.4%	59.1%	57.7%	57.1%
	九毛九	59.3%	59.4%	64.6%	63.5%	62.6%
	呷哺呷哺	64.5%	62.7%	62.3%	63.1%	61.0%
人工成本率	海底捞	26.2%	29.3%	29.6%	30.1%	33.8%
	九毛九	28.2%	27.2%	27.6%	25.8%	26.7%
	呷哺呷哺	23.6%	22.7%	24.7%	25.6%	27.1%
租金率	海底捞	3.8%	3.9%	4.0%	0.9%	0.8%
	九毛九	0.5%	0.6%	1.5%	1.6%	1.8%
	呷哺呷哺	12.9%	12.0%	12.2%	4.2%	4.0%
折旧摊销率	海底捞	3.7%	3.4%	4.1%	7.1%	10.6%
	九毛九	15.0%	13.9%	12.4%	11.7%	12.6%
	呷哺呷哺	4.1%	4.1%	4.7%	13.9%	18.4%

其他费用率	海底捞	8.4%	7.6%	8.1%	7.3%	9.3%
	九毛九	9.1%	11.0%	17.5%	14.7%	15.1%
	呷哺呷哺	6.7%	9.1%	7.8%	11.1%	10.3%
税前利润率	海底捞	17.2%	15.3%	13.3%	12.2%	2.6%
	九毛九	6.5%	6.7%	5.5%	9.6%	6.3%
	呷哺呷哺	17.2%	14.8%	12.9%	8.3%	1.2%

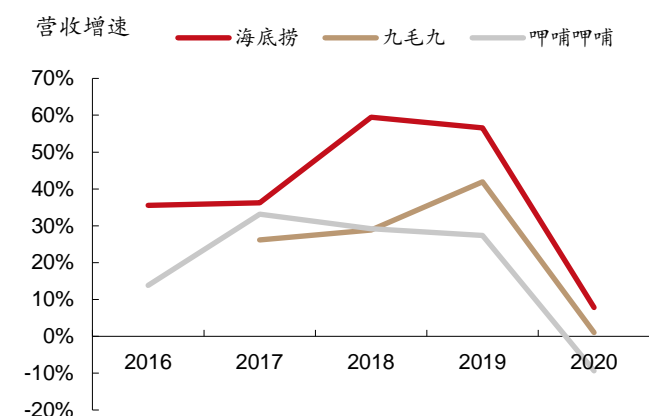
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

注：2019 年年报起，根据 16 号会计准则，租金开支记在折旧摊销中，表中租金率则仅为物业租金占比

1.2 蓄势持续高增长，同店表现优异

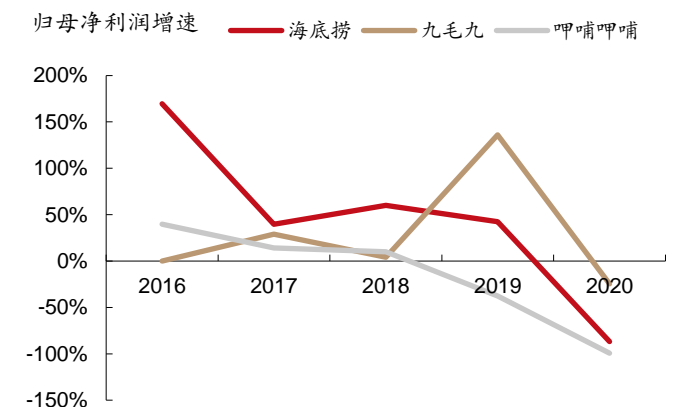
2016-2019 年，海底捞营业收入从 78.25 亿元增长至 266.19 亿元，CAGR+50.4%，归母净利润从 7.35 亿元增长至 23.45 亿元，CAGR+47.2%；业绩实现高速增长，且增速高于其他连锁餐饮企业，主要是受到门店的快速扩张和同店数据的持续提升（包括翻台率水平、客单价等）驱动。2020 年，在疫情影响下，海底捞收入增速放缓（YoY+7.8%），人工、折旧摊销费用增加以及汇兑损失导致净利润下滑。

图 10：2016-2020 年，公司营收增速高于其他连锁餐饮企业



资料来源：wind，西部证券研发中心

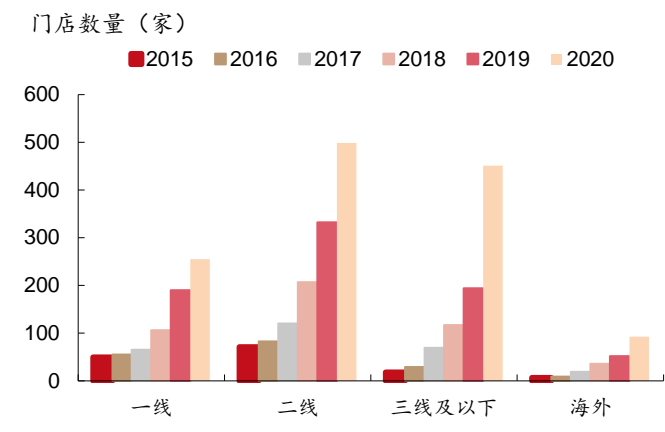
图 11：2020 年疫情影响下，公司业绩下滑



资料来源：wind，西部证券研发中心

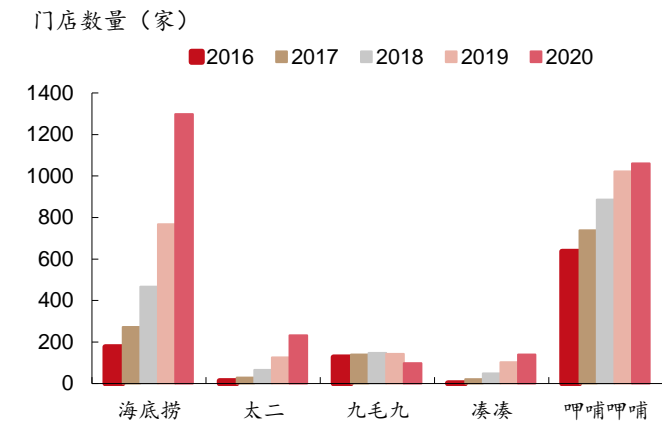
门店快速扩张，从一线城市扩展至下沉市场。自 1994 年在四川简阳开出首店以来，海底捞门店网络不断向全球扩张；2015 年以来，互联网营销的崛起催生了一大批新晋火锅品牌，海底捞为应对行业竞争，加速布局二三线城市，抢占下沉市场，开店明显提速。2015-2020 年，全球门店数量从 146 家增加至 1298 家，CAGR+54.8%；其中一线城市门店数量从 50 家增长至 255 家，CAGR+38.5%，二线城市门店数量从 71 家增长至 499 家，CAGR+47.7%，三线及以下城市门店数量从 18 家增长至 451 家，CAGR+90.4%。目前，海底捞门店总数远高于其他中式连锁餐饮品牌（太二/九毛九/凑凑/呷哺呷哺 2020 年底门店总数分别为 233/98/140/1061 家）。

图 12：近年来，海底捞加速拓展下沉市场



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

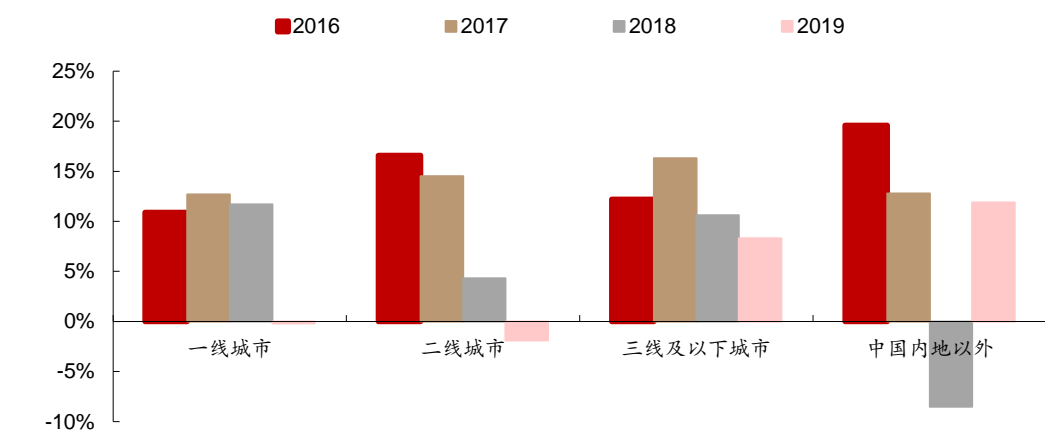
图 13：海底捞门店总数高于其他中式连锁餐饮品牌



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

同店销售整体保持增长态势，三线及以下城市消费潜力不断释放。尽管 2015 年起公司开启加速扩张模式，但同店销售仍保持增长态势，2016-2019 年公司整体同店销售增速分别为 14.1%/14.0%/6.2%/1.6%，主要是受益于翻台率和客单价的持续提升。细分来看，近年来三线及以下城市同店销售增长显著高于一二线城市，表明消费升级背景下，三线及以下城市消费潜力不断释放。

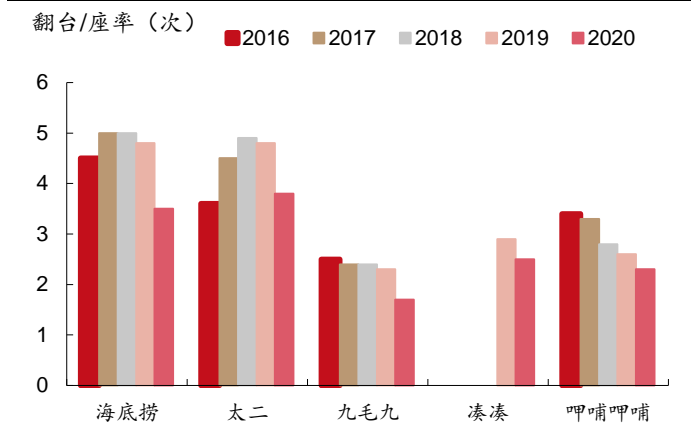
图 14：近年来三线及以下城市同店销售增长显著高于一二线城市



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

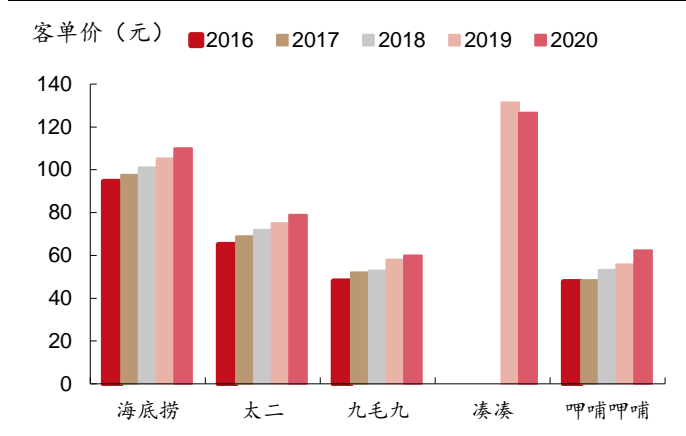
翻台率和人均客单价水平均处于行业高位。2016-2019 年，海底捞整体平均翻台率分别为 4.5/5.0/5.0/4.8 次/天，显著高于其他中式连锁餐饮品牌；2020 年，在疫情影响下，海底捞翻台率下降至 3.5 次/天。从客单价来看，2016-2020 年，海底捞平均客单价分别为 95/98/101/105/110 元，呈稳步提升态势，且在同业中处于较高水平（仅次于凑凑）。

图 15：海底捞翻台率处于行业较高水平



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 16：海底捞客单价处于行业较高水平



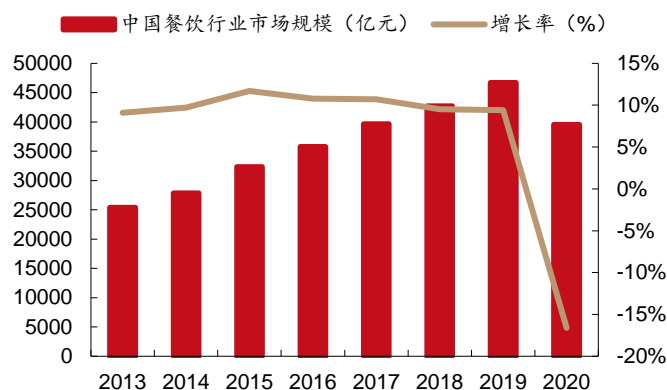
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

二、火锅赛道潜力大，后疫情时代强者恒强

2.1 火锅行业热度不减，发展空间依旧广阔

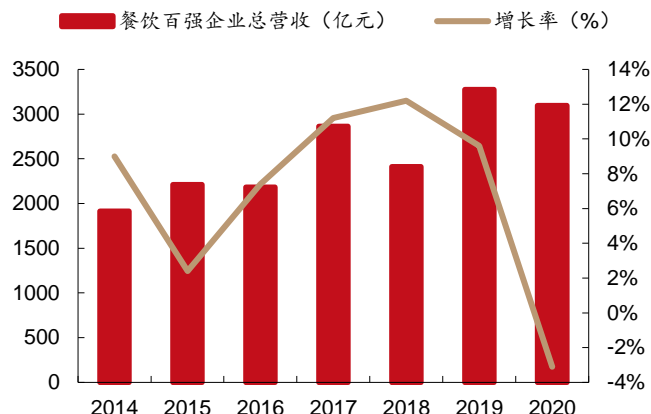
我国餐饮行业市场规模总体呈现逐年增长态势。据国家统计局数据，我国餐饮行业市场规模从2013年的2.54万亿元增长至2019年的4.67万亿元，CAGR+10.7%。2020年，餐饮行业受疫情冲击较大，市场规模同比下滑16.6%至3.95万亿元；其中，大中型餐饮企业表现出了更强的抗风险能力，我国餐饮百强企业总营收同比下滑3.1%，下滑幅度远小于行业整体，一是大中型餐饮企业具备更强的经营能力，二是疫情下消费者试错意愿下降，更愿意选择大品牌。

图 17：2020 年疫情下我国餐饮收入跌破 4 万亿



资料来源：国家统计局，西部证券研发中心

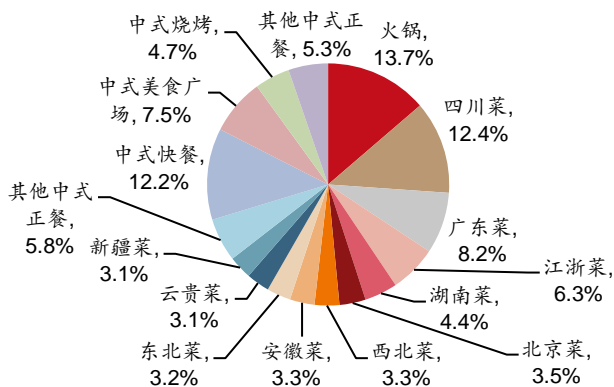
图 18：2020 年百强餐饮企业总营收同比下降 3.1%



资料来源：中国烹饪协会，西部证券研发中心

火锅是我国中式餐饮行业最宽细分赛道。分品类来看，火锅在我国中式餐饮市场中独占鳌头，2017年市占率达13.7%；目前火锅也仍是我国最热门的餐饮细分赛道，在大众点评关键词热搜综合排名中，“火锅”仍然占据热搜C位。从市场规模上来看，我国火锅行业市场规模从2013年的2813亿元增长至2018年的4814亿元，CAGR+11.3%，略超餐饮行业整体增速。

图 19：火锅在中式餐饮市场占比第一（2017 年）



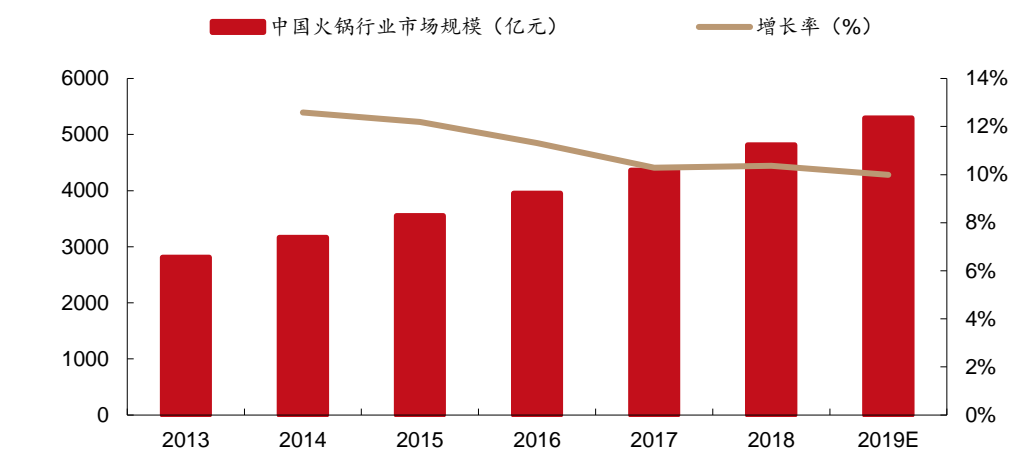
资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

图 20：在大众点评关键词热搜综合排名中，火锅占据 C 位



资料来源：美团，餐饮老板内参，西部证券研发中心

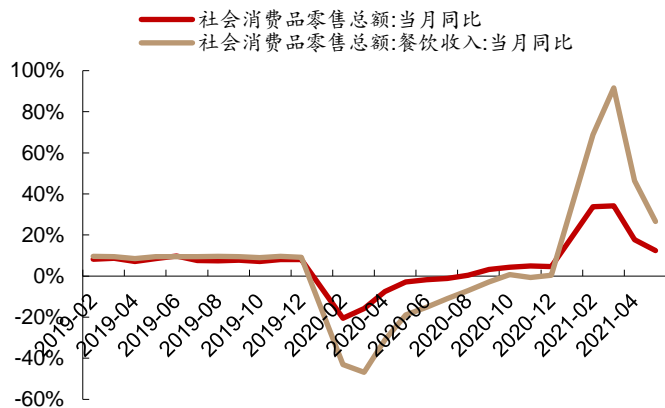
图 21：预计 2019 年我国火锅市场规模超 5 千亿



资料来源：前瞻研究院，西部证券研发中心

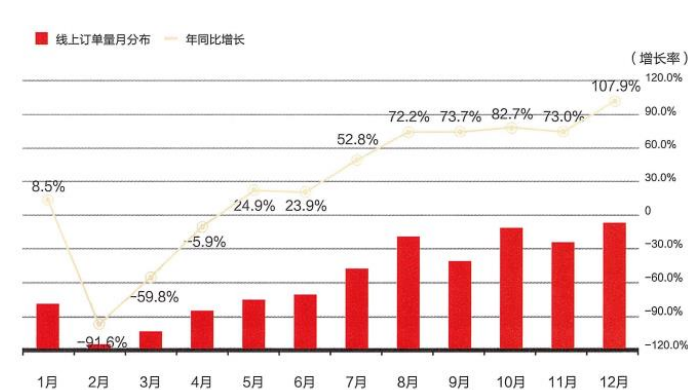
从后疫情时代的消费复苏情况来看，餐饮消费恢复进度相对落后。据国家统计局数据，5 月全国社零总额同比+12.4%，恢复至 19 年同期 109% 水平；其中，餐饮收入同比+26.6%，恢复至 19 年同期 105% 水平，差于总体社零恢复程度。一是消费者消费能力不足，二是消费者外出社交消费意愿依然较低，当前部分餐饮需求被线上化所替代（外卖），堂食消费较疫情前仍有一定差距，这对于重社交属性以及更依赖堂食的品类（比如火锅）更为不利。

图 22：5 月，全国餐饮收入恢复至 19 年同期 105% 水平



资料来源：国家统计局，西部证券研发中心

图 23：2020 年 1-12 月餐饮整体线上单量趋势



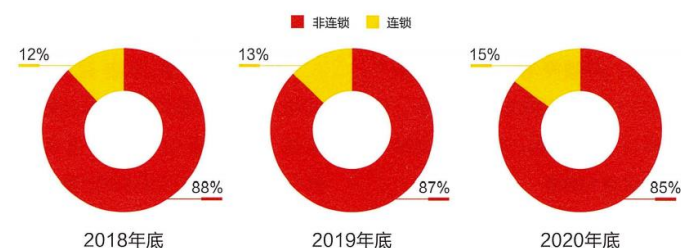
资料来源：美团，西部证券研发中心

但我们认为不应将短期就餐习惯的改变视为长期化趋势，未来餐饮行业的前景依然极为广阔：1) 家庭小型化、懒人经济驱动下，外出就餐更符合年轻人的消费习惯；2) 餐饮承载着重要的社交功能，是当下最为重要的社交场景之一；3) 相比较于海外市场，我国居民在餐饮方面支出较发达国家仍有较大差距，2019 年我国人均餐饮消费额为 3286 元，占社零比重为 11%，而对应的美国人均餐饮消费额高达 16667 元，占社零比重达 13%。

2.2 疫后行业连锁化率加快，马太效应凸显

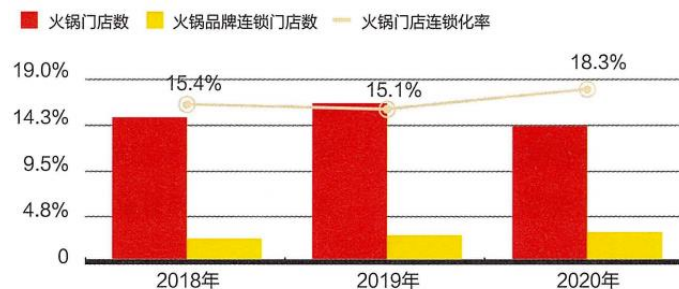
疫情大考之后，餐饮行业连锁化率加速提升。疫情中餐饮行业面临了巨大的考验，其中抗风险能力较弱的单体小型餐饮企业受到的冲击更大（租金、人工等刚性成本费用所带来的资金压力），与此同时，实力雄厚的大型餐饮企业则大批量吸纳着单体餐厅退出市场后空出的位置，从而加速了餐饮行业的连锁化进程。据美团数据，我国餐饮行业连锁化率从2018年的12%提升至2019年的13%，再提升至2020年的15%，连锁化率进一步加速；其中，2020年火锅连锁化率为18.3%，高于餐饮行业整体水平。但与美国相比（2019年连锁化率达30%），我国餐饮行业连锁化率仍有较大提升空间。

图 24：2020 年我国餐饮行业连锁化率加速提升



资料来源：美团，餐饮老板内参，西部证券研发中心

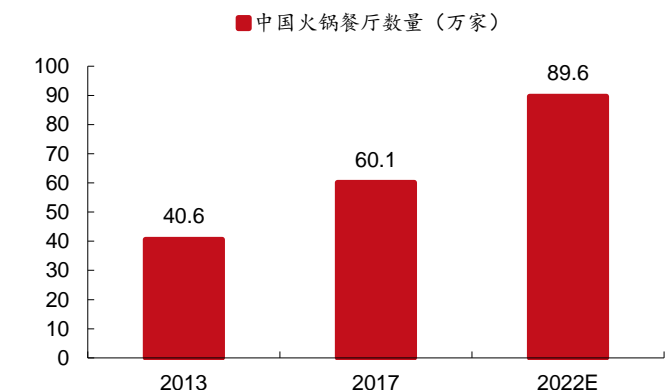
图 25：我国火锅连锁化水平高于餐饮行业整体水平



资料来源：美团，餐饮老板内参，西部证券研发中心

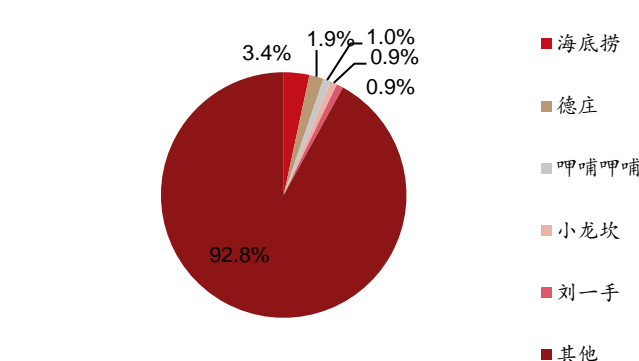
作为最成熟的餐饮品类，火锅赛道竞争激烈，疫后马太效应凸显。火锅因味道上容易复制、易于标准化管理，市场参与者众多，我国火锅餐厅数量从2013年的40.6万家快速增长至2017年的60.1万家，预计2022年将达到89.6万家，市场竞争十分激烈，行业集中度较低，2018年TOP5火锅品牌的合计市占率仅为8.1%。2020年，在疫情影响下，一部分经营不善的小品牌被洗牌出局，给这个赛道腾出了空间，根基较为稳健的连锁火锅企业将有更多机会收割市场份额。据美团数据，2020年，百家以上门店规模的连锁火锅品牌门店数占比出现大幅上涨，从2019年的12.7%增长至16.2%，占比增长了3.5个百分点；50~100家门店规模的连锁火锅品牌门店数占比略有下滑，50家及以下门店规模的品牌门店数下滑明显，占比跌破70%。

图 26：我国火锅餐厅数量众多



资料来源：公司招股说明书，西部证券研发中心

图 27：2018 年火锅行业 TOP5 合计市占率为 8.1%



资料来源：前瞻研究院，西部证券研发中心

图 28：2020 年百家以上门店规模的连锁火锅品牌门店数占比大幅上涨



资料来源：美团，西部证券研发中心

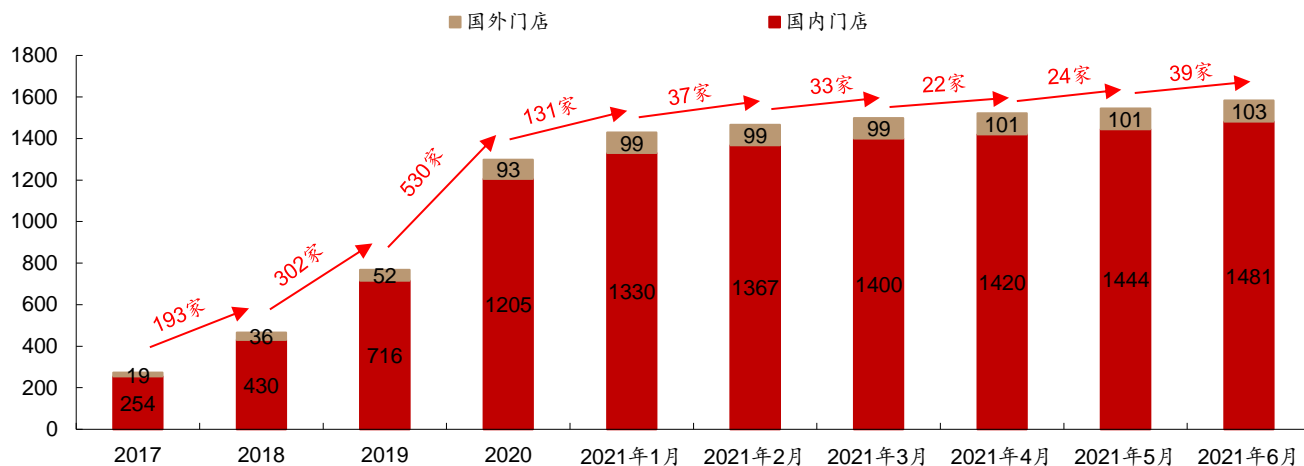
三、组织变革扬帆再起航，多点开花未来可期

3.1 “危”中孕“机”，积极变革应对挑战

3.1.1 积极变革，组织力、产品力提升值得期待

疫情中逆势扩张，短期翻台率面临较大压力。在2020年疫情背景下，公司管理层基于疫情持续性可能较短、短期可“抄底”优质物业的判断，实施了逆势扩张的战略，全年新开店544家，关店14家，净开店530家，开店数量大超预期。但进入2021年以来，全球疫情的影响仍未消退，消费者外出就餐意愿仍然较低，叠加短期消费能力不足，导致公司翻台率恢复乏力；公司重新审视逆势开店策略，认为对疫情影响持续性的错误判断、内部管理的松懈以及调整应对不当是当前经营面临挑战的主要原因。因此，公司及时调整短期发展战略，将“抓翻台率”作为后续工作重点，逐步放缓开店节奏；据我们跟踪的海底捞APP数据，进入Q2以来公司开店节奏有所放缓，6月新开店39家，主要是年初签约装修门店的惯性开店，预计下半年开店节奏将进一步放缓，全年新开店约450家。

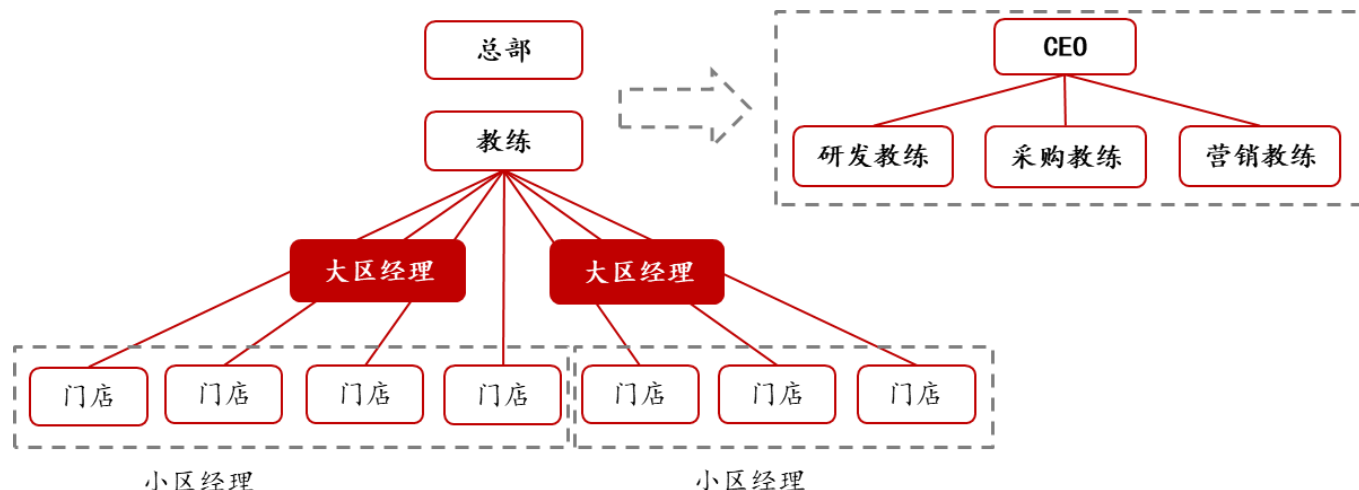
图 29：2020 年疫情中公司逆势扩张



资料来源：海底捞 APP，西部证券研发中心

再谈组织管理变革，“进一步退半步”夯实组织力再出发。在最近的股东大会中，张勇强调，公司始终遵循着“进一步退半步”的节奏前进；当前公司面临较大挑战，而应对的根本方法则在于进一步强化组织管理能力，加快企业组织管理变革，适应新形势下的发展要求，具体包括：（1）组织架构恢复至2017年之前的大区经理模式，将全国划分成15-20个大区，强化区域管理和监督；（2）加强对新开店店长的辅导力度，去年新开店店长平均管理时间较短，叠加疫情影响，短期面临诸多困难，公司应积极加强对新开店的督导和政策扶持，帮助新店长进一步成长；（3）加强优胜劣汰循环，对于持续不达标的门店店长实行淘汰制；（4）严格开店要求，强化开店后的家族长责任担当意识；（5）短期增加翻台率考核指标。

图 30：公司进行组织架构调整，向门店经营倾斜



资料来源：公开新闻，草根调研，西部证券研发中心

尽管公司推出了一系列调整措施，但短期见效仍然较为缓慢，引发市场对于公司后续表现的质疑。我们认为，组织变革见效并非朝夕之功，需要一定的时间，尤其是在当前外部环境仍然较差（海底捞对应的商务宴请、家庭聚会需求恢复最为缓慢）的背景下；公司借助低谷期积极修炼内功、优化组织机能、重塑企业文化，有望为中长期发展打开新的局面。此外，我们认为后续公司翻台率有望企稳回升：（1）短期来看，火锅行业逐渐进入暑期旺季，翻台率有望实现环比改善，短期翻台率的低点（4 月份翻台率不足 3.0）将成为阶段性低点；（2）从疫情角度来看，疫苗接种在稳步推进，消费者外出就餐意愿有望进一步提升，参照 SARS 后的消费行业表现，此次疫后消费的进一步复苏或有迟到，但绝不会缺席；（3）公司内部管理变革仍然进行中，从量变到质变有望渐行渐近，不断强化“制度化管、流程化操作、数据化考核、追踪式监督”运营模式。

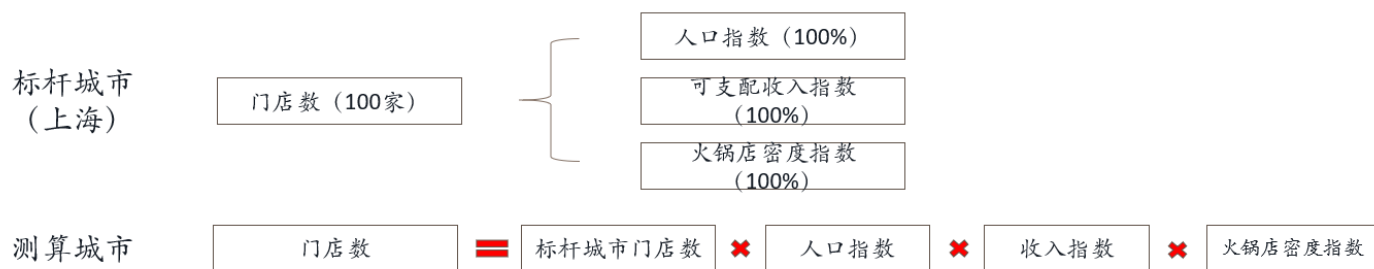
产品研发+营销逐步加码，增强对年轻人吸引力。海底捞以服务作为标签为大家所熟知，但产品端受制于相对“保守”的经营理念，创新力稍显不足，引发大家对其品牌老化问题的担忧。公司当前对研发团队及时作出调整，研发上升至战略高度（有 CEO 亲自带队），有望引入外部研发团队，计划未来加快产品研发迭代速度和数量，希望每月都有爆款产品面市，并且逐步加大对营销端倾斜，积极应对新环境下对海底捞提出的新的要求。我们认为海底捞未来对产品研发+营销的加码值得期待，可以积极跟踪后续产品市场效果，一旦研发端产品得到市场积极反馈，将有望重新焕发海底捞品牌活力。

3.1.2 中长期开店空间有望达3000家

公司短期开店节奏放缓，主要是为了消化和解决此前开店过快以及翻台率恢复乏力等问题；从中长期来看，我们认为火锅是最优质的中式餐饮细分赛道，而海底捞品牌力强大、产业链布局完善，开店空间仍较为广阔。在开店空间测算中，我们以上海作为标杆（目前海底捞在上海拥有超过 98 家门店），采用人口、人均可支配收入、火锅店密度作为核心指标（采取等权重方式），以此来计算全国其他地级市的潜在开店空间（具体可参考下图）；我们预计海底捞中长期开店空间有望达到 3600 家左右，但考虑到成都、重庆为火锅发源地，且当地火锅消费市场主要以外来游客为主，这两地火锅密度偏高，在此我们对其进行修正，修正后我们预计中长期海底捞在全国的潜在开店空间有望达到 3000-3500 家左右，较目前

仍具有 1 倍以上的开店空间。

图 31：海底捞国内市场火锅门店数测算模型



注：

- (1) 人口指数=测算城市城镇人口/标杆城市城镇人口*100%
- (2) 收入指数=测算城市城镇人均可支配收入/标杆城市人均城镇可支配收入*100%
- (3) 火锅店密度指数=测算城市每万人拥有火锅店数/标杆城市每万人拥有火锅店数*100%

资料来源：wind，西部证券研发中心

图 32：各城市开店空间测算结果展示

城市	城镇常住人口指数	城镇人均可支配收入指数	火锅店指数	预测数门店数	实际数（为21年5月底APP数据，国内门店数）
成都	56%	62%	508%	213	33
重庆	96%	51%	340%	200	22
北京	88%	101%	185%	196	81
上海	100%	100%	100%	100	98
深圳	53%	93%	174%	103	58
西安	36%	62%	386%	102	51
广州	61%	88%	129%	83	49
天津	61%	63%	165%	76	26
苏州	38%	93%	175%	75	34
昆明	24%	63%	365%	65	15
郑州	35%	57%	251%	61	44
杭州	36%	90%	153%	59	39
贵阳	18%	56%	440%	53	9
青岛	30%	75%	190%	51	20
济南	25%	74%	226%	49	10
沈阳	28%	65%	209%	46	5
南京	33%	87%	132%	45	31
石家庄	23%	52%	313%	45	9
武汉	42%	70%	117%	41	49
无锡	18%	84%	225%	41	14
温州	31%	82%	133%	40	11
长春	21%	52%	296%	38	7
哈尔滨	22%	56%	259%	38	10
佛山	35%	75%	109%	34	21
...
合计				3675	1436

资料来源：wind，高德地图，西部证券研发中心

注：实际数为截止到 21 年 5 月底海底捞 APP 上展示门店数；我们统计测算了全国 295 个地级市，由于篇幅关系，我们仅展示部分数据

3.2 新业态积极探索，静待花开

海底捞利用其强大的中后台能力和人才储备，开始加速新业务布局，未来值得期待。考虑到单一餐饮业态天花板较为明显，当前公司正积极探索餐饮新业态和新品类，已布局的方向包括新式快餐（面食、大盘鸡、烧烤等）、食品（奶茶、啤酒、乳制品、植物肉等）、新零售（火锅食材超市、速食品、预制菜等）。从创业模式来看，公司在从自上而下的新品

类创新逐步转换到自下而上，给予创业团队更多自主权和股权激励，从而促进创业品类持续拓展。我们认为，公司第二成长曲线的探索开始进入深化区，品类从最初传统的面食、盖饭快餐品类拓展至烧烤、大盘鸡等热门新品；短期我们看好公司在奶茶和烧烤上的尝试。

3.2.1 新式快餐：布局短平快的小餐饮项目

不同于正餐，新式快餐产品线短、标准化程度高、出餐效率高、所需人工少，因此项目总体投资较小、回本周期短，能快速复制，从而达到迅速占领市场的目的。2019 年以来，公司通过内部孵化和外部收购的方式先后涉足了面食、盖浇饭、水饺、冒菜、烧烤、大盘鸡、日式简餐等细分领域；其中，烧烤赛道近年来增长迅速，行业整体规模超千亿，品牌化水平低，未来可期。

表 5：公司新餐饮业态的探索

品牌	孵化方式	营业/投资时间	客单价（元）	选址&门店	主要产品
佰款私房面	内部孵化	2019 年 9 月	11	郑州 1 家	面+小吃+饮品，17 款 SKU
十八余	内部孵化	2019 年 11 月	24	北京 2 家	面+茶饮+甜品+早餐
捞派有面儿	内部孵化	2020 年 5 月	12	成都 2 家	以汤面和干拌面为主，12 款 SKU
饭饭林	内部孵化	2020 年 9 月	21	北京 1 家	快简餐，盖浇饭+小食+汤品
秦小贤	内部孵化	2020 年 9 月	24	北京 1 家	米线+夹馍+甜品饮料等，主打陕西风味小食
孟小将米线	内部孵化	2020 年 12 月	12	郑州 1 家	米线+小吃+饮品
骆大嫂水饺	内部孵化	2020 年 12 月	12	郑州 1 家	水饺+饮品
乔乔的粉	内部孵化	2020 年 12 月	15	郑州 1 家	土豆粉+小吃+甜品+茶饮
苗师兄鲜炒鸡	内部孵化	2021 年 3 月	42	郑州 2 家	鲜炒鸡+卤味+炸串+小吃+甜品
大年田	内部孵化	2021 年 7 月	30	北京 1 家	蛋包饭+乌冬面+轻食沙拉+日式小吃+可乐雪碧等 4 种饮料免费无限畅饮
新秦派面馆	内部孵化	2019 年 4 月		西安（已关闭）	
江湖海底	体外孵化	2021 年 4 月	80	西安 1 家	烧烤+凉菜/炒菜/主食+甜品+酒
				北京 20 家，郑州 4 家，西安	
U 鼎冒菜	外部收购	2019 年 3 月	30	3 家，上海/南京/长沙/厦门/武汉/成都/唐山各 1 家	冒菜
汉舍中国菜	外部收购	2020 年 9 月	160	上海 5 家，北京 1 家	招牌为果木烤鸭
Hao Noodle	外部收购	2020 年 9 月	67	上海 1 家，纽约 2 家	中式轻正餐，面条+炖菜+小吃+甜品+饮品

资料来源：大众点评，公司公告，微信公众号，高德地图，公开新闻，西部证券研发中心

烧烤赛道千亿市场，目前尚无强势品牌出现，仍是新玩家的战场。烧烤与火锅相似，具有广泛民众基础、社交属性强、易于标准化，近两年增长势头强劲；据美团发布的《中国餐饮大数据 2021》显示，2020 年烧烤门店数占比增长至 4.7%，门店连续两年实现 0.6pct 的占比增长，居增长之首。目前全国约有 30 多万家烧烤门店，市场规模超千亿，我们认为随着 Z 世代成为当前消费主力人群以及夜间经济的崛起，烧烤或将成为下一个热门赛道。近年来，烧烤品牌的连锁化率正逐步提升，从 2018 年的 7.6% 增长至 2020 年的 9.4%，但仍远低于餐饮行业平均水平（15%）；且烧烤品类中 50 家及以下门店规模连锁品牌的占比增长，说明目前烧烤赛道仍是新玩家的战场。

图 33: 烧烤品牌的连锁化率正逐步提升



资料来源: 美团, 餐饮老板内参, 西部证券研发中心

图 34: 烧烤品类中, 50 家及以下门店规模连锁品牌占比最大



资料来源: 美团, 餐饮老板内参, 西部证券研发中心

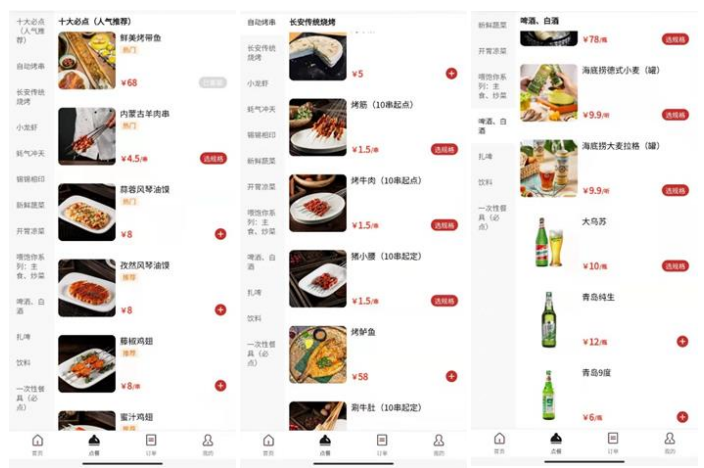
江湖海底采用“烧烤+酒”模式, 场景延伸提升顾客体验。我们认为口味、特色等属性将是切入烧烤赛道的重点, 而模式的创新、场景的拓展、供应链的完善、记忆点的打造则是品牌抢占市场的重要砝码。公司新孵化的品牌“江湖海底”主打烧烤品类(融合陕西地域食材), 同时辅以酒类、甜点等, 人均 80 元左右, 并延续了海底捞式服务。酒吧这一业态与烧烤有着相似的消费场景(夜间)和消费群体(年轻人群), 能够起到协同互补的作用, 从而提升顾客体验。

图 35: 江湖海底采用“烧烤+酒”模式



资料来源: 火锅餐见, 西部证券研发中心

图 36: 江湖海底菜单融合了陕西地域食材



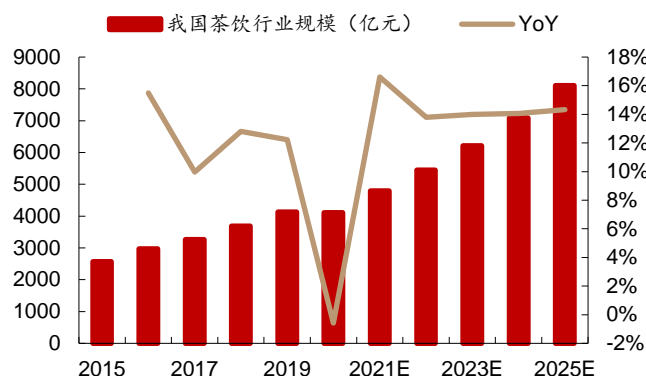
资料来源: 微信小程序, 西部证券研发中心

3.2.2 食品: 紧抓风口品类

公司在食品方面的布局包括:

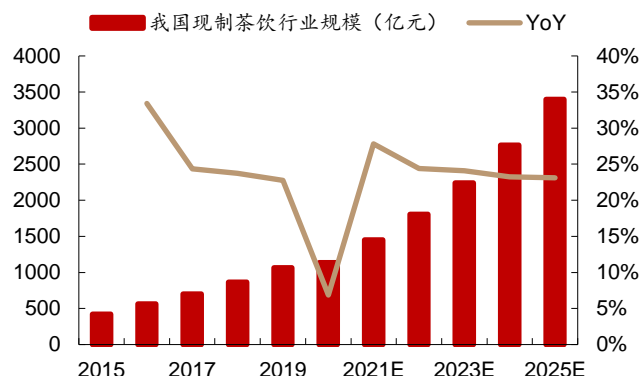
(1) 新式茶饮, 包括 9.9 元 DIY 自制奶茶和奶茶铺。近年来, 随着新式茶饮体验的诞生, 我国茶饮市场实现快速增长。据灼识咨询数据, 2020 年我国茶饮市场总规模达 4107 亿元, 2015-2020 年 CAGR+9.8%; 其中, 2020 年现制茶饮市场规模达 1136 亿元, 2015-2020 年 CAGR+21.9%, 远高于茶饮市场整体增速。2021 年, 海底捞切入强势崛起的新式茶饮赛道, 打造极致性价比, 目前已开出 20 多家店, 效果良好, 预计今年下半年将加速推广。

图 37: 2015-2020 年我国茶饮行业规模 CAGR+9.8%



资料来源: 灼识咨询, 西部证券研发中心

图 38: 2015-2020 年我国现制茶饮行业规模 CAGR+21.9%



资料来源: 灼识咨询, 西部证券研发中心

图 39: 海底捞奶茶店



资料来源: 小红书, 微博, 西部证券研发中心

(2) 自有品牌的精酿啤酒和乳酸菌饮料。海底捞精酿啤酒主要有德式小麦啤酒、经典大麦啤酒、深色拉格啤酒三种，售价约 13 元/瓶；2020 年，海底捞自有品牌的啤酒销售收入达 2.5 亿，总计 2468 万瓶，占酒水饮料销售的 49.6%。乳酸菌饮料“鲜小菌”由海底捞和中国农业大学联合出品，售价为 7.9 元/瓶（235 ml），有助于缓解辣感，定位“火锅伴侣”。

图 40: 海底捞精酿啤酒



资料来源: 京东, 西部证券研发中心

图 41: 乳酸菌饮料“鲜小菌”



资料来源: 公开新闻, 西部证券研发中心

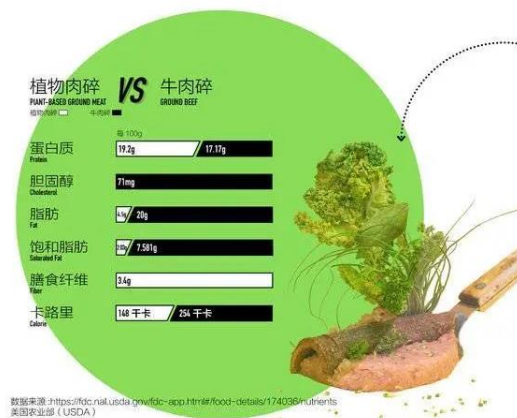
(3) 植物肉。植物肉更健康、环保, 是未来一大发展趋势: 1) 从植物中获取的蛋白, 不含胆固醇和反式脂肪酸, 含有膳食纤维、低饱和脂肪, 有助于降低心脏病、高血压、糖尿病等诸多疾病风险; 2) 较传统饲养, 植物肉的生产降低了用水量、土地占有量和温室气体排放量, 契合碳综合概念; 3) 从肉类供给缺口来看, 我国处于供不应求的状态, 植物肉有望填补这一缺口。“味伴侣”是海底捞 2021 年初推出的植物蛋白新品配料, 适用于泡汤、蘸料和拌饭, 目前已在上海部分门店试点, 用于替代小料台免费供应的牛肉粒。未来, 海底捞还将推出 10 余款植物蛋白产品, 包含小吃、涮品等。

图 42: 海底捞“味伴侣”



资料来源: 公开新闻, 西部证券研发中心

图 43: 植物肉更健康、环保



资料来源: 彭博商业周刊, 星期一, 西部证券研发中心

(4) 复合调味料或将成为海底捞下一个布局赛道。随着生活节奏加快、消费升级和供应链成熟, 复合调味料逐步走上年轻人的餐桌; 据 Frost&Sullivan 数据, 2020 年我国复合调味料市场规模约 1488 亿元, 2015-2020 年 CAGR+14.7%, 增速可观, 其中, 火锅底料和中式复合调味料是成长最快的两大子品类。考虑到当前海底捞与关联公司 (如颐海国际、蜀海集团) 的合作和竞争逐步市场化和透明化, 未来不排除逐步收回海底捞品牌在产品端的应用, 或进一步布局复合调味料等领域的可能。

四、盈利预测与投资建议

4.1 关键假设

1) 门店方面：2020年，公司在疫情背景下逆势扩张，全年新开店544家，净开店530家，但由于对疫情影响持续性的错误判断、内部管理的松懈以及调整应对不当，2021年以来公司翻台率恢复乏力。为维稳翻台率，我们认为公司开店节奏或将放缓，预计2021-2023年分别新开店450/400/400家。

2) 翻台率方面：受疫情影响，2020年公司翻台率下滑，进入2021年以来恢复仍略显乏力，但考虑到公司品牌韧性较强、开店节奏放缓，我们认为2022-2023年将恢复至正常水平；预计2021-2023年老店翻台率分别为3.7/4.2/4.2次/天。

3) 客单价方面：我们认为客单价水平主要受成本端和CPI水平影响，未来将保持小幅上升趋势；预计2021-2023年境内餐厅客单价同比分别增长0%/2%/2%，对应106.1/108.2/110.4元。

4) 外卖业务、调味料产品及食材销售业务：随着门店的扩张，外卖业务收入仍会保持较高增速，但目前占比较低，出于保守原则，我们预计2021-2023年外卖业务占门店营收的比重维持1.8%，调味料产品及食材销售业务占门店营收的比重分别为1.5%/1.4%/1.3%。

5) 成本费用方面：综合考虑疫情影响以及原材料价格波动，我们预计公司2021-2023年毛利率分别为56.8%/57.0%/57.0%；同时，我们认为随着公司门店的进一步下沉以及餐厅的数字化升级，费用端有望进一步优化，预计公司2021-2023年员工费用率分别为30.2%/28.8%/28.9%，租金费用率维持0.9%的水平，折旧摊销率分别为7.2%/6.7%/6.8%，其他费用率（水电开支、差旅及相关开支等）分别为8.5%/8.4%/8.3%。

表6：公司收入拆分及预测

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总营业收入	26,556	28,614	52,608	76,674	92,285
YoY	56.5%	7.8%	83.9%	45.7%	20.4%
餐厅营业收入	25,514	27,428	50,927	74,296	89,510
YoY	54.3%	7.5%	85.7%	45.9%	20.5%
外卖业务收入	449	718	917	1,337	1,611
YoY	38.6%	60.0%	27.7%	45.9%	20.5%
占餐厅营收的比重	1.8%	2.6%	1.8%	1.8%	1.8%
调味料产品及食材销售收入	494	421	764	1,040	1,164
YoY	220.5%	-14.9%	81.5%	36.2%	11.9%
占餐厅营收的比重	1.9%	1.5%	1.5%	1.4%	1.3%
毛利率	57.7%	57.1%	56.8%	57.0%	57.0%
员工成本	7,993	9,677	15,895	22,109	26,663
%收入	30.1%	33.8%	30.2%	28.8%	28.9%
租金费用	240	236	476	694	835
%收入	0.9%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
折旧摊销	1,891	3,034	3,802	5,167	6,246
%收入	7.1%	10.6%	7.2%	6.7%	6.8%
其他费用	1,945	2,671	4,470	6,402	7,696

%收入	7.3%	9.3%	8.5%	8.4%	8.3%
税前利润	3,247	735	5,238	9,332	11,162
所得税率	27.7%	57.9%	27.7%	27.7%	27.7%
税后利润	2,347	310	3,786	6,745	8,068
净利润率	8.8%	1.1%	7.2%	8.8%	8.7%
归母净利润	2,345	309	3,783	6,739	8,061
YoY	42.4%	-86.8%	1123.1%	78.2%	19.6%

资料来源: wind, 西部证券研发中心

4.2 盈利预测与估值

预计公司 2021-2023 年营收分别为 526.08/766.74/922.85 亿元, 归母净利润分别为 37.83/67.39/80.61 亿元, EPS 分别为 0.69/1.23/1.48 元, 最新股价对应 PE 分别为 54/30/25 倍。

我们选取中式连锁餐饮企业九毛九、呷哺呷哺为可比公司, 目前可比公司 2022 年平均估值水平为 33 倍; 考虑到海底捞身处火锅这一优质赛道、自身护城河较高, 且不断探索新业态寻求第二增长曲线, 我们给予公司 2022 年 40 倍 PE, 对应目标价为人民币 49.2 元 (约 59.0 港元), 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 7: 2022 年行业可比公司平均 PE33X

证券代码	公司名称	股价 (元, 人民币)	EPS (元/股)				PE			
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
9922.HK	九毛九	26.78	0.09	0.34	0.50	0.73	298	79	54	37
0520.HK	呷哺呷哺	7.09	0.00	0.47	0.61	0.75	4170	15	12	9
整体平均值							2234	47	33	23
6862.HK	海底捞	37.32	0.06	0.69	1.23	1.48	622	54	30	25

资料来源: Wind, 西部证券研发中心

注: 股价为 2021/7/16 收盘价; 除海底捞外, 其余公司 2021-2022 年 EPS 均取自 wind 一致预期。

五、风险提示

(1) 翻台率恢复不及预期。面对当前经营困境, 公司改变了短期发展战略, 将“抓翻台率”作为当前工作重点。若因疫情反复或管理不当等因素, 导致翻台率恢复仍不及预期, 将影响公司经营业绩。

(2) 开店不及预期。虽然短期公司开店节奏将放缓, 但中长期来看, 门店扩张仍然是公司快速成长的重要驱动力; 若因储备人员不足或其他未知原因, 导致门店扩张不及预期, 将显著影响公司未来发展。

(3) 新业态孵化不及预期。为打开中长期成长天花板, 公司近年来积极探索餐饮新业态; 若因消费者偏好变迁、管理不善等因素导致新业态孵化不及预期甚至失败, 将影响公司未来成长性。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2,222	2,683	2,549	7,213	7,963	营业收入	26,556	28,614	52,608	76,674	92,285
应收款项	1,917	2,473	2,928	3,385	3,681	营业成本	11,239	12,261	22,727	32,970	39,682
存货净额	1,200	1,154	2,139	3,103	3,735	员工成本	7,993	9,677	15,895	22,109	26,663
其他流动资产	1,861	283	298	313	323	租金费用	240	236	476	694	835
流动资产合计	7,200	6,593	7,915	14,014	15,702	水电开支	912	978	1,736	2,530	3,045
固定资产及在建工程	7,618	11,976	18,289	27,490	38,564	折旧摊销	1,891	3,034	3,802	5,167	6,246
长期股权投资	321	440	301	301	301	差旅及相关开支	220	186	436	635	764
无形资产	5,031	7,807	8,159	7,772	6,694	其他开支	1,000	1,252	2,104	3,067	3,691
其他非流动资产	444	711	887	887	887	财务费用	237	446	520	646	768
非流动资产合计	13,414	20,934	27,636	36,450	46,446	利润总额	3,247	735	5,238	9,332	11,162
资产总计	20,614	27,527	35,551	50,464	62,148	所得税费用	900	426	1,452	2,587	3,095
短期借款	123	3,744	1,578	2,300	2,769	净利润	2,347	310	3,786	6,745	8,068
应付款项	3,097	2,361	4,371	6,345	7,637	少数股东损益	2	0	3	6	7
其他流动负债	2,444	3,763	6,975	10,118	12,178	归属于母公司净利润	2,345	309	3,783	6,739	8,061
流动负债合计	5,664	9,868	12,924	18,764	22,584						
长期借款及应付债券	85	330	330	330	330	财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
其他长期负债	4,239	7,092	8,398	12,239	14,731	盈利能力					
长期负债合计	4,324	7,422	8,728	12,569	15,061	ROE	22%	3%	27%	35%	33%
负债合计	9,988	17,290	21,651	31,333	37,645	毛利率	58%	57%	57%	57%	57%
股本	5,300	5,300	5,459	5,459	5,459	营业利润率	12%	3%	10%	12%	12%
股东权益	10,626	10,237	13,899	19,131	24,503	销售净利率	9%	1%	7%	9%	9%
负债和股东权益总计	20,614	27,527	35,551	50,464	62,148	成长能力					
						营业收入增长率	56%	8%	84%	46%	20%
现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	营业利润增长率	44%	-77%	613%	78%	20%
净利润	2,347	310	3,786	6,745	8,068	归母净利润增长率	42%	-87%	1123%	78%	20%
折旧摊销	1,891	3,034	3,802	5,167	6,246	偿债能力					
营运资金变动	368	-704	481	554	364	资产负债率	48%	63%	61%	62%	61%
其他	-26	282	1,291	3,826	2,482	流动比	127%	67%	61%	75%	70%
经营活动现金流	4,580	2,921	9,360	16,292	17,160	速动比	106%	55%	45%	58%	53%
资本支出	-5,010	-6,189	-10,555	-13,981	-16,243						
其他	-16	1,498	139	0	0	每股指标与估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
投资活动现金流	-5,026	-4,691	-10,416	-13,981	-16,243	每股指标					
债务融资	-989	3,160	1,046	3,865	2,528	EPS	0.44	0.06	0.69	1.23	1.48
权益融资	0	0	0	0	0	BVPS	2.00	1.93	2.55	3.50	4.49
其它	-501	-820	-124	-1,513	-2,695	估值					
筹资活动现金流	-1,490	2,340	922	2,352	-167	P/E	84.4	639.5	53.9	30.2	25.3
汇率变动	0	0	0	0	0	P/B	18.6	19.3	14.7	10.6	8.3
现金净增加额	-1,897	461	-134	4,664	750	P/S	7.4	6.9	3.9	2.7	2.2

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入：公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20% 以上
增持：公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 到 20% 之间
中性：公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差 -5% 到 5%
卖出：公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。