

海底捞国际 (6862 HK)

重新定义用餐体验的餐饮帝国

- ❖ 海底捞是世界上最大的中式餐饮集团，主力提供火锅美食，并以其一流的服务而闻名。海底捞在中国/全球中式餐饮和中国火锅市场的销售都排名第一，于17财年分别拥有0.3%/0.2%和2.2%的市场份额。在17财年，海底捞的销售为106亿人民币，客户人次为1.07亿。公司在15至17财年的销售/净利润年均复合增长率为35.9%/94.1%。截止至18财年8月，海底捞在全球拥有362家餐厅，其中331/31家位于中国/海外。
- ❖ 提供无与伦比的用餐体验。海底捞强调服务素质和顾客满意度作为店长的关键绩效指标，不仅累积了一个庞大的粉丝群，而且还创造了每天5.0次的翻台率。凭借其强大的品牌力和客流量，海底捞享有低租金成本的优势，并将节省下来的支出用于改善食品品质和员工福利，去提升服务素质，形成了一个良性循环。
- ❖ 革命性的激励机制可促进快速但高质量的扩张。海底捞是制度革新的大师，提倡了「连住利益，锁住管理」的核心理念。除了用以确保服务素质而采用的「计件工资」之外，我们认为2016年中推行的「师徒制」改革将带动快速但高质量的扩张。受惠于海底捞高企的受欢迎程度，我们相信其餐厅数量仍有很大的增长空间。根据百度指数，在中国所有连锁餐厅中，其受欢迎程度仅次于肯德基和星巴克。我们基于四个不同指标的研究，推算海底捞餐厅在中国的市场容量，在2018年可高达1,039家。我们预计于18/19/20财年，海底捞餐厅数量将增加202/261/169（同比增长74%/55%/23%）至475/736/905家。
- ❖ 拥抱创新和高科技，以推动同店销售增长并提高效率。我们相信创新和高科技是推动海底捞增长重要策略之一，这些新元素主要体现于：1) 新的精酿啤酒，2) 通过其海底捞APP去推动O2O发展，3) 应对早上和下午茶时段，可能推出新产品，4) 智能厨房，能有效加强食品安全和自动化，5) 新型沉浸式的用餐体验，6) 红火台，海底捞旗下的云端软件即服务，可提高餐厅效率。
- ❖ 我们预测17至20财年销售/净利润年均复合增长率为51.5%/53.7%，主要因素为：1) 46.1%的客流年均复合增长和4.4%的人均消费年均复合增长，或2) 49.1%餐厅数量年均复合增长，及1.5%的每家餐厅的平均销售的年均复合增长。我们预计18财年的经营利润率将回落至12.7%，但在19/20财年回升至13.3%/13.8%，以反映人工成本和折旧费用的上升，以及租金成本和其他开支（如银行费用）的下降。考虑到公司于17财年收购了不少的少数股东权益，我们估计18年的净利润率下降幅度较小，至9.3%。
- ❖ 首次覆盖给予买入评级，目标价为20.77港元。我们的目标价格基于35.0倍19财预测市盈率（27.7%的上升空间），相比大中华区领先/国际同业平均的19.1倍/24.9倍，拥有83.2%/40.6%的溢价。这是考虑到1) 海底捞在中国餐饮市场的领先地位，2) 远高于行业的强劲销售增长及低渗透度，以及3) 高达约27%的平均股本回报率及潜在的利润率改善空间。目前，海底捞现价估值为27.4倍19财年预测市盈率和0.9倍PEG（大中华区领先/国际同业中位数为1.1倍/1.8倍）。与DCF模型进行交叉核对的估值为20.21港元，假设了9.9%的WACC和3.0%的终端增长，相等于34.1倍的市盈率。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	5,757	7,808	10,637	17,408	28,242	36,971
净利润(百万人民币)	273	735	1,028	1,611	2,768	3,733
每股收益(人民币)	-	-	0.1939	0.3040	0.5222	0.7043
每股收益变动(%)	-	-	-	56.8	71.8	34.9
市盈率(x)	-	-	69.8	47.1	27.4	20.3
市帐率(x)	-	-	65.8	7.1	5.4	4.2
股息率(%)	-	-	1.0	0.6	0.7	1.0
权益收益率(%)	42.0	87.8	110.4	27.4	22.5	23.3
财务杠杆(x)	20.7	32.5	112.8	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入（首次覆盖）

目标价	HK\$20.77
潜在升幅	+27.7%
当前股价	HK\$16.26

胡永匡

电话：(852) 3761 8776

邮件：walterwoo@cmbi.com.hk

伍力恒

电话：(852) 3900 0881

邮件：alexng@cmbi.com.hk

中国餐饮行业

市值(百万港元)	86,178
3月平均流通量(百万港元)	226.35
52周内股价高/低(港元)	19.6/16.0
总股本(百万)	5,300.0

资料来源：彭博

股东结构

张勇先生	44.02%
舒萍女士	13.66%
施永宏先生	13.66%
李海燕女士	13.66%
其他管理层	7.0%
自由流通	8.0%

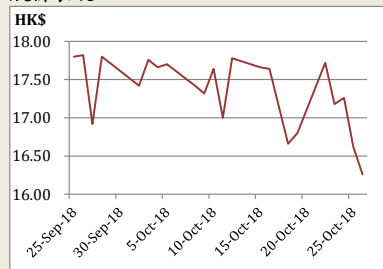
资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-6.6%	2.7%
3-月	-	-
6-月	-	-

资料来源：彭博

股价表现



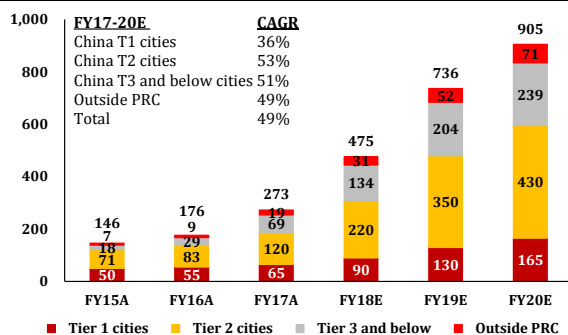
资料来源：彭博

审计师：德勤

公司网站：www.haidilao.com

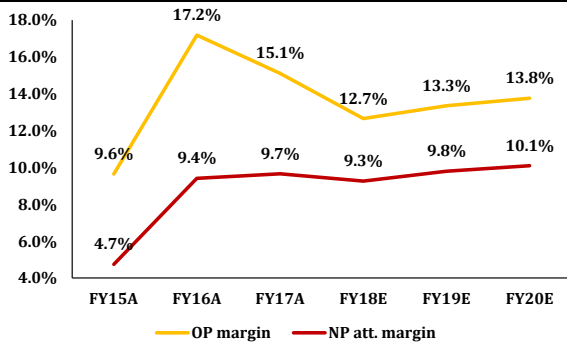
重点图表和表格

图 1：海底捞餐厅数量，按城市分类



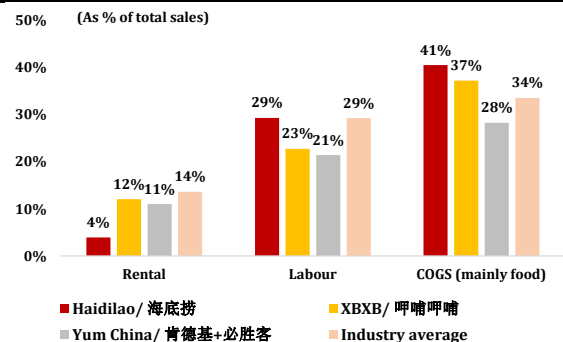
资料来源：公司及招银国际研究预测

图 3：在反弹之前，利润率将首先下降



资料来源：公司及招银国际研究预测

图 5：节省了租金，可用于提高餐厅服务素质



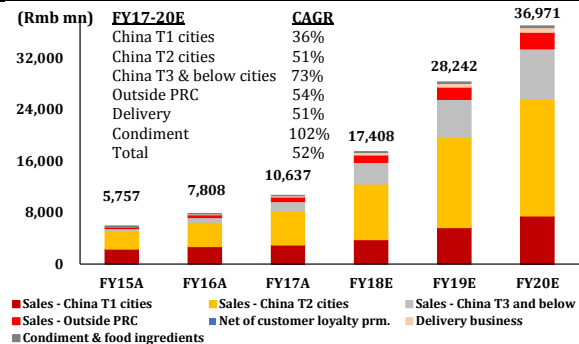
资料来源：Frost & Sullivan, 公司 - 最后报告及招银国际研究预测

图 7：自营连锁店的销售年均复合增长率最快



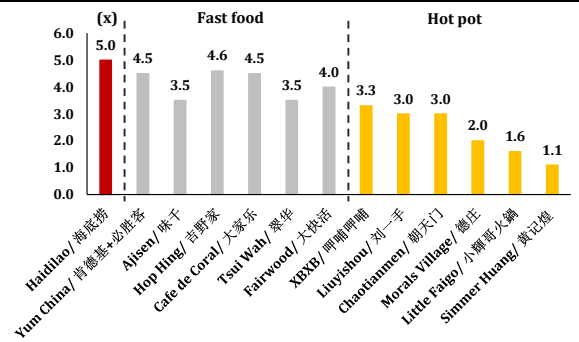
资料来源：Frost & Sullivan 及招银国际研究

图 2：海底捞的销售，按细分业务分类



资料来源：公司及招银国际研究预测

图 4：高翻台率说明海底捞的受欢迎程度高企



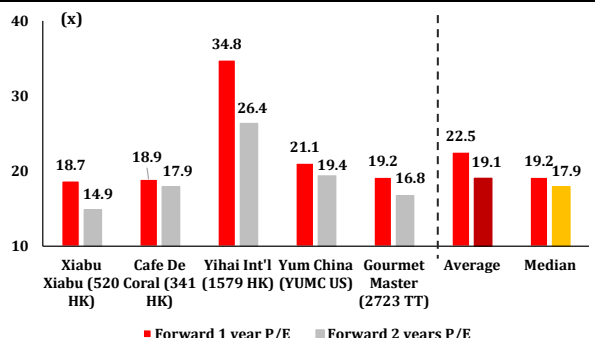
资料来源：Frost & Sullivan, 公司 - 最后报告及招银国际研究预测

图 6：各级员工的激励制度

各级员工的激励制度	
高级别	「师徒制」 允许师傅分享他/她的第一代和第二代学员餐厅的利润
中高级别	明确的工作目标和职业升迁途径
中高级别	除了计件工资，员工将根据其成就获得相应的奖励，有权获得奖金和其他福利，如果他们转移到新的餐厅，则有机会更快晋升到更高级别
低级别	「计件工资」 量化工作量的指标来确定员工的薪酬

资料来源：公司及招银国际研究预测

图 8：同业估值比较 - 未来 1 年和 2 年预测市盈率



资料来源：彭博，招银国际研究预测，截止至 2018 年 10 月 26 日

投资亮点

虽然作为世界上规模最大，最受欢迎的中式餐饮集团，但发展速度仍然比行业要快。

根据 Frost&Sullivan 的数据，海底捞是世界上最大的中式餐饮集团，主要提供火锅美食，价钱定位在中高端。在 17 财年，人均消费和客户人次分别为 98 元人民币和 1.07 亿。经过 15 财年至 17 财年的 35.9% 销售年均复合增长，销售在 17 财年达到 106 亿人民币，根据 Frost&Sullivan 的数据，在中国/全球中式餐饮和中国火锅市场的销售分别拥有 0.3%/0.2% 和 2.2% 的市场份额。海底捞受惠于其一流和专注的服务，平均每家餐厅的业绩都十分优秀，17 财年每店平均年销售达到 3 千 9 百万元人民币和高达每天 5.0 次的翻桌率。截止至 18 财年 8 月，海底捞在全球拥有 362 家餐厅，其中 331/31 家位于中国/海外。

建立于无与伦比的用餐体验的餐饮帝国。

海底捞强调服务质素和顾客满意度作为餐厅店长的关键绩效指标，不仅累积了一个庞大的粉丝群，而且还创造了一系列十分亮丽的运营数据，包括：1) 1-3 个月内实现首次盈亏平衡（其他同业需要 3-6 个月），2) 翻桌率为 5.0 倍（在一线城市为 4.8 倍，甚至高于呷哺呷哺在北京的 4.0 倍和百胜中国的 4.5 倍）和 3) 平均每家店的销售为 3 千 9 百万元人民币（其他同业为 3 百万至 2 千 2 百万元人民币）。凭借相当低的租金成本（只占 17 财年销售的 4% 而行业平均为 14%），海底捞可将节省下来的支出转化为更好的食品质量和更高的员工薪酬，作为改善服务的激励措施，并创造了一个有利于客户和员工的良性循环。长远来看，我们认为，随着其餐厅数目扩张，海底捞将享有更大的规模经济，我们相信其 17 财年的毛利率在行业中仍然相对偏低，只有 59.5%，所以未来或有较大的增长空间（呷哺呷哺为 62.7% 而味千为 75.2%）。此外，我们认为未来餐厅里更多的工序升级为自动化将令员工成本逐步降低，从而提高经营利润率。

革命性的激励机制，可推动高质量的增长。

海底捞是制度革新的大师，也是「连住利益，锁住管理」和「用双手改变命运」的倡导者。除了采用「计件工资」以激励其餐厅员工提供一流的服务外，我们认为 2016 年中推行的「师徒制」改革将带动快速但高质量的扩张。根据百度指数，在中国所有连锁餐厅中，其受欢迎程度仅仅次于肯德基和星巴克。我们的研究基于四个不同的指标（受欢迎程度，市场份额，城市渗透率和 GDP / 人口），推算海底捞餐厅在中国的市场容量，在 2018 年可高达 1,039 家。我们预测于 18 财年/ 19 财年/ 20 财年，海底捞餐厅数量将增加 202/ 261/ 169（+ 74%/ + 55%/ + 23%）至 475/ 736/ 905 家。

将创新和高科技作为核心战略的一部分。

我们认为，海底捞将创新和高科技视为其主要增长策略的重要部分，不断推出新元素去推动同店销售增长和开发新的收入来源：1) 新的精酿啤酒，2) 通过其海底捞 APP 去推动 O2O 发展，允许更多客户通过新的海底捞 APP 进行互动（例如在线上和线下购买海底捞品牌产品），3) 应对早上和下午茶时段，可能推出新产品。2017 年，公司做了一项重大的技术升级 - 红火台，这云端软件即服务，是可以实现更为方便的点菜体验，餐桌管理，营运数据收集和分析，ERP，以及更快速的系统更新等。展望未来在 18 财年下半年，它将通过采用：1) 智慧厨房，能有效加强食品安全和自动化，2) 具有投影映像和数字传感器的新型沉浸式的用餐体验，3) 改进其会员管理策略。我们相信这些措施不仅可以在海底捞的餐厅中呈现全新且令人兴奋的用餐体验，还很可能重塑整个餐饮行业格局。

我们预计 17 至 20 财年的销售/净利润年均复合增长率为 52%/ 54%。

我们预计 17 至 20 财年销售/净利润年均复合增长率为 51.5%/ 53.7%，其推动因素为：1) 客流的年均复合增长率为 46.1%，人均消费年均复合增长率为 4.4%（餐厅数量年均复合增长率为 49.1%，每家餐厅平均销售的复合年均复合增长率为 1.5%）和 2) 外卖业务/调味品和食品配料业务的销售年均复合增长率为 50.6%/ 102.2%。我们预计 18 财年的经营利润率会先回落至 12.7%，然后在 19 和 20 财年反弹至 13.3%和 13.8%，是包含了 1) 人工成本上升以及 2) 18 财年新店占比增加，但这些压力会逐渐缓和，因为 1) 长期固定租赁合同的占比提高组合而令租金成本下降和 2) 银行费用和咨询费等其他费用下降。考虑到公司于 17 财年收购了不少的少数股东权益，我们预计 18 财年净利润率将下降至 9.3%，并将在 19 和 20 财年中逐渐增加至 9.8%和 10.1%。根据我们的估计，海底捞将在 18 财年变为净现金，并且能够从 19 财年开始产生大量的自由现金流。

首次覆盖给予买入评级，目标价为 20.77 港元，基于 35.0 倍 19 财年预测市盈率。

我们认为海底捞的估值应该高于同业，因为其 1) 在全球/中国的领先地位（年销售比大家乐 / 呷哺呷哺高出 50%/ 190%）和市场份额（排名第一）中国的中式餐饮市场份额为 0.3%，是第二名的两倍多），2) 在 17 财年在中國只有 254 家餐厅，餐厅数量渗透率远低于同行但销售增长速度非常快（排名第 2 至 5 位的火锅品牌的餐厅数量分别为 440 至 760）而 15 至 17 财年期间的销售增长率为 32.8%（优于第 2 至 5 位的平均值 24.3%），以及 3) 平均股本回报率高达 27.4%，且未来毛利率改善的空间很大（毛利率在这个行业中仍然很低）与呷哺呷哺的 62.7%和味千的 75.2%相比，海底捞只有 59.5%。

首次覆盖给予买入评级，目标价为 20.77 港元，基于 35.0 倍 19 财年预测市盈率，相比大中华区领先/国际同业平均水平 19.1 倍/ 24.9 倍，拥有 83.2%/ 40.6%的溢价。目前，海底捞现价估值为 47.1 倍和 27.4 倍 18 财年和 19 财年预测市盈率，相当于 0.92 倍 PEG。PEG 可能更适合快速增长的公司，因此海底捞在这标准很有吸引力，比大中华区领先/国际同业中位数 1.08 倍/1.79 倍有 14.4%/ 48.5% 的折让。与 DCF 模型进行交叉核对的估值为 20.21 港元，假设了 9.9%的 WACC 和 3.0%的终端增长，相等于 34.1 倍的市盈率。

主要风险：

1) 餐厅扩张计划慢于预期或新店的受欢迎程度减低，2) 竞争程度加剧，如竞争对手的质量快速提升，或者海底捞餐厅的质量显著下降，3) 出现致命或其他严重的食品安全丑闻，4) 原材料成本增长快于预期，5) 不利的消费者口味变化，例如从到店用餐到外卖送餐或从休闲餐饮到快餐的习惯转变来得比预期更快，以及 6) 劳动力短缺或员工成本的增加比预期更快。

图9：海底捞国际的主要假设

主要假设	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
收入（百万人民币）						
中国 - 一线城市	2,317	2,714	2,959	3,811	5,669	7,483
中国 - 二线城市	2,880	3,776	5,231	8,631	14,006	18,154
中国 - 三线及以下城市	310	734	1,518	3,391	5,937	7,790
中国内地以外	277	439	703	1,125	1,890	2,585
会员积分计划	(131)	(27)	(24)	(36)	(38)	(39)
外卖业务	74	146	219	380	592	747
调味品和食材产品	30	26	30	106	186	251
总额	5,757	7,808	10,637	17,408	28,242	36,971
收入增长（%）						
中国 - 一线城市		17.1%	9.0%	28.8%	48.8%	32.0%
中国 - 二线城市		31.1%	38.5%	65.0%	62.3%	29.6%
中国 - 三线及以下城市		136.5%	107.0%	123.3%	75.1%	31.2%
中国内地以外		58.5%	60.2%	60.0%	68.0%	36.8%
会员积分计划		-79.1%	-12.5%	50.0%	5.0%	5.0%
外卖业务		97.3%	49.7%	73.6%	56.0%	26.2%
调味品和食材产品		-12.0%	16.7%	250.0%	75.0%	35.0%
总额		35.6%	36.2%	63.7%	62.2%	30.9%
餐厅数量						
中国 - 一线城市	50	55	65	90	130	165
中国 - 二线城市	71	83	120	220	350	430
中国 - 三线及以下城市	18	29	69	134	204	239
中国内地以外	7	9	19	31	52	71
总额	146	176	273	475	736	905
餐厅数量增长（%）						
中国 - 一线城市		10.0%	18.2%	38.5%	44.4%	26.9%
中国 - 二线城市		16.9%	44.6%	83.3%	59.1%	22.9%
中国 - 三线及以下城市		61.1%	137.9%	94.2%	52.2%	17.2%
中国内地以外		28.6%	111.1%	63.2%	67.7%	36.5%
总额		20.5%	55.1%	74.0%	54.9%	23.0%
平均每间餐厅的销售（百万人民币）						
中国 - 一线城市	46	49	46	42	44	45
中国 - 二线城市	41	45	44	39	40	42
中国 - 三线及以下城市	17	25	22	25	29	33
中国内地以外	40	49	37	36	36	36
总额	39	43	38	36	37	40
平均每间餐厅的销售增长（%）						
中国 - 一线城市		6.5%	-7.7%	-7.0%	3.0%	4.0%
中国 - 二线城市		12.2%	-4.2%	-10.0%	2.0%	5.5%
中国 - 三线及以下城市		46.8%	-13.0%	15.0%	15.0%	12.0%
中国内地以外		23.3%	-24.1%	-1.9%	0.1%	0.2%
总额		12.0%	-12.3%	-6.4%	4.7%	6.5%
每位客人平均消费（人民币）						
中国 - 一线城市	93.2	95.3	98.3	101.2	105.8	110.6
中国 - 二线城市	86.1	88.5	92.6	96.3	101.1	106.2
中国 - 三线及以下城市	89.8	92.8	94.5	96.4	99.3	102.3
中国内地以外	215.2	215.4	179.6	143.7	143.7	146.6
总额	91.8	94.5	97.7	102.2	106.6	111.2
每位客人平均消费增长（%）						
中国 - 一线城市		2.3%	3.1%	3.0%	4.5%	4.5%
中国 - 二线城市		2.8%	4.6%	4.0%	5.0%	5.0%
中国 - 三线及以下城市		3.3%	1.8%	2.0%	3.0%	3.0%
中国内地以外		0.1%	-16.6%	-20.0%	0.0%	2.0%
总额		2.9%	3.4%	4.6%	4.2%	4.4%
总客流量（百万）						
中国 - 一线城市	25	29	30	38	54	68
中国 - 二线城市	33	43	57	90	139	171
中国 - 三线及以下城市	4	8	16	35	60	76
中国内地以外	1	2	4	8	13	18
总额	63	81	107	170	265	332
毛利率	54.8%	59.3%	59.5%	59.3%	59.3%	59.2%
员工成本/销售	-27.3%	-26.2%	-29.3%	-30.5%	-30.3%	-29.9%
物业租金及相关费用/销售	-4.7%	-3.8%	-3.9%	-3.9%	-3.8%	-3.8%
公用事业费用/销售	-3.8%	-3.4%	-3.3%	-3.4%	-3.4%	-3.3%
折旧和摊销/销售	-4.2%	-3.7%	-3.4%	-3.6%	-3.5%	-3.7%
旅行及相关费用/销售	-1.2%	-1.1%	-1.1%	-1.1%	-1.1%	-1.1%
有效税率	-26.7%	-27.3%	-26.5%	-26.5%	-26.5%	-26.5%

资料来源：公司及招银国际研究预测

图 10：同业估值比较

Company	Ticker	Price HK\$/Local	Mkt cap HK\$ mn	Year End	PER (x)			5yrs avg. of His. Fwd	EPS Growth(%)			PBR (x)			5yrs avg. of His. Fwd	ROE (%)	3yrs PEG(x)	Yield (%)	YTD perform (%)
FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY1	FY1	FY1
Leading Greater China Restaurants and Food Ingredients																			
Xiabuxiabu Catering Manag	520 HK	9.95	10,705	Dec-17	21.4	18.7	14.9	n/a	17.2	25.9	22.1	4.5	4.1	3.5	n/a	22.6	0.9	2.1	(35.8)
Cafe De Coral Holdings Ltd	341 HK	16.90	9,896	Mar-18	21.4	18.9	17.9	25.4	13.0	5.6	10.6	2.8	2.9	2.9	3.8	13.0	2.0	4.8	(19.7)
Yihai International Holding	1579 HK	18.00	18,844	Dec-17	59.3	34.8	26.4	n/a	67.4	31.9	29.9	11.1	8.4	6.5	n/a	18.8	0.8	0.9	139.7
Yum China Holdings Inc	YUMC US	31.32	94,112	Dec-17	17.9	21.1	19.4	n/a	43.8	8.7	9.5	4.0	3.8	3.4	n/a	19.5	1.1	1.4	(21.7)
Gourmet Master Co Ltd	2723 TT	222.00	10,104	Dec-17	18.9	19.2	16.8	35.2	(3.8)	14.5	20.6	4.0	3.7	3.2	4.7	23.7	1.9	2.5	(43.7)
Average					27.8	22.5	19.1	30.3	27.5	17.3	18.5	5.3	4.6	3.9	4.3	19.5	1.3	2.3	3.8
Median					21.4	19.2	17.9	30.3	17.2	14.5	20.6	4.0	3.8	3.4	4.3	19.5	1.1	2.1	(21.7)
Other H-shares Restaurants and Food Ingredients																			
Fairwood Holdings Ltd	52 HK	25.80	3,322	Mar-18	15.3	12.3	11.2	18.0	24.1	10.0	13.0	4.3	4.2	4.0	4.7	29.2	0.8	5.6	(19.4)
Hop Hing Group Holdings Ltd	47 HK	0.15	1,511	Dec-17	9.4	n/a	n/a	23.3	0.0	0.0	0.0	2.3	n/a	n/a	3.6	26.3	n/a	n/a	(30.9)
Tsui Wah Holdings Ltd	1314 HK	0.70	988	Mar-18	12.3	10.0	7.0	26.3	23.2	42.9	20.0	0.8	0.7	0.6	2.6	6.8	0.4	7.1	(37.6)
Ajisen China Holdings Ltd	538 HK	2.59	2,827	Dec-17	n/a	11.1	10.3	n/a	(146)	8.4	17.9	0.9	0.9	0.8	1.6	(15.4)	(0.1)	4.4	(30.4)
Tao Heung	573 HK	1.34	1,362	Dec-17	13.7	n/a	n/a	15.8	0.0	0.0	0.0	0.8	n/a	n/a	1.7	5.8	n/a	n/a	(3.6)
Tang Palace China Holdings	1181 HK	1.20	1,282	Dec-17	10.3	9.7	8.2	10.4	(11.7)	18.3	7.4	2.4	2.6	2.6	1.6	25.9	2.5	12.2	(17.5)
Average					12.2	10.8	9.2	18.8	(18.3)	13.3	9.7	1.9	2.1	2.0	2.7	13.1	0.9	7.3	(23.2)
Median					12.3	10.6	9.2	18.0	0.0	9.2	10.2	1.6	1.7	1.7	2.2	16.3	0.6	6.4	(24.9)
International Restaurants and Food Ingredients																			
Yum! Brands Inc	YUM US	86.92	216,274	Dec-17	24.7	24.7	22.9	24.4	(8.1)	7.6	10.1	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	8.6	1.7	6.5
Mcdonald's Corp	MCD US	175.31	1,066,338	Dec-17	23.2	22.6	21.3	21.6	21.1	6.3	7.8	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	2.0	2.4	1.9
Starbucks Corp	SBUX US	58.96	623,648	Oct-17	23.8	24.5	22.3	30.4	22.0	9.8	14.0	20.2	16.6	44.2	13.2	92.6	1.6	2.2	2.7
Restaurant Brands Intern	QSR US	56.33	205,897	Dec-17	21.8	21.5	20.2	n/a	(0.1)	6.3	10.9	6.5	13.1	11.8	n/a	39.1	3.8	3.0	(8.4)
Chipotle Mexican Grill Inc	CMG US	423.88	92,364	Dec-17	50.5	49.7	35.5	95.8	38.7	40.0	27.7	8.5	1.1	1.1	8.4	11.9	1.4	0.0	46.7
Darden Restaurants Inc	DRI US	106.43	103,564	May-18	20.5	18.8	17.1	24.8	17.7	10.4	7.8	5.8	2.2	1.9	4.2	29.7	1.6	2.8	10.8
Dominos Pizza Inc	DPZ US	261.77	85,368	Dec-17	33.9	30.9	27.6	32.3	40.8	12.1	16.4	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.4	0.8	38.5
Dunkin' Brands Group Inc	DNKN US	73.70	47,638	Dec-17	27.4	26.3	24.8	28.4	(27.0)	6.3	11.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(5.4)	1.9	14.3
Wendy's Co/The	WEN US	17.03	31,644	Dec-17	38.2	30.6	24.7	34.7	(29.1)	23.7	22.5	9.4	10.7	16.4	4.2	48.7	12.6	2.0	3.7
Jollibee Foods Corp	JFC PM	270.00	42,948	Dec-17	38.2	37.8	33.0	40.2	2.1	14.6	15.9	6.6	6.4	5.6	7.4	18.9	3.5	0.9	6.7
Average					30.2	28.7	24.9	36.9	7.8	13.7	14.4	9.5	8.4	13.5	7.5	40.1	3.1	1.8	12.3
Median					26.0	25.5	23.8	30.4	9.9	10.1	12.5	7.5	8.5	8.7	7.4	34.4	1.8	1.9	6.6
A-shares Restaurants and Food Ingredients																			
Foshan Haitian Flavouring -A	603288 CH	64.80	197,591	Dec-17	44.3	40.6	33.8	n/a	19.4	20.2	20.0	14.9	12.4	10.5	n/a	36.4	2.0	1.6	20.4
Fujian Sunner Development-A	002299 CH	15.58	21,799	Dec-17	18.6	16.5	13.4	n/a	260.7	23.1	10.9	2.7	2.6	2.2	3.5	16.4	0.2	1.7	8.2
Angel Yeast Co Ltd-A	600298 CH	24.91	23,173	Dec-17	22.6	20.1	16.4	35.1	17.6	22.6	19.6	4.9	4.4	3.6	3.8	23.5	1.0	1.8	(23.9)
Meihua Holdings Group Co -A	600873 CH	3.97	13,929	Dec-17	10.3	10.1	9.7	38.2	1.7	3.1	18.0	1.4	1.3	1.2	2.5	13.7	1.4	n/a	(23.1)
Guangzhou Restaurant Group-603043 CH		21.35	9,737	Dec-17	23.8	20.7	17.1	n/a	12.3	21.4	23.4	5.1	4.3	3.6	n/a	25.7	1.1	1.3	9.0
China Quanjude Group Co Lt-/002186 CH		11.84	4,123	Dec-17	27.9	22.9	20.6	47.2	14.7	11.3	0.2	2.3	n/a	n/a	4.8	8.5	2.7	n/a	(32.7)
Xi'an Catering Co Ltd -A	000721 CH	3.96	2,231	Dec-17	n/a	n/a	n/a	n/a	0	0.0	0.0	3.0	n/a	n/a	5.0	(1.8)	n/a	n/a	(29.9)
Average					24.6	21.8	18.5	40.1	46.6	14.5	13.2	4.9	5.0	4.2	3.9	17.5	1.4	1.6	(10.3)
Median					23.2	20.4	16.7	38.2	14.7	20.2	18.0	3.0	4.3	3.6	3.8	16.4	1.2	1.6	(23.1)
H-shares Consumer Staples																			
Uni-President China Holdings	220 HK	7.92	34,209	Dec-17	29.6	26.3	22.9	38.3	28.7	14.2	11.6	2.3	2.3	2.2	2.1	8.1	1.5	2.5	21.1
Tingyi (Cayman Isl) Hldg Co	322 HK	11.64	65,391	Dec-17	23.9	23.5	20.0	36.1	31.9	17.8	13.4	3.1	2.9	2.6	3.8	14.6	1.1	2.3	(23.4)
Want Want China Holdings Ltd	151 HK	5.60	69,716	Mar-18	19.9	17.8	16.4	20.2	7.0	8.3	10.0	4.3	3.9	3.5	n/a	n/a	2.1	3.1	(13.2)
China Mengniu Dairy Co	2319 HK	23.00	90,333	Dec-17	32.0	25.9	20.2	n/a	46.6	28.2	22.3	3.4	3.2	2.8	2.7	11.0	0.8	0.9	(0.5)
Tsingtao Brewery Co Ltd-H	168 HK	30.90	43,966	Dec-17	26.1	22.9	19.3	33.7	25.1	18.7	15.2	2.1	2.0	1.9	3.3	8.1	1.2	1.9	(23.3)
China Resources Beer Holding	291 HK	27.75	90,026	Dec-17	53.3	38.9	29.8	48.8	71.5	30.7	23.0	4.1	4.1	3.7	2.4	7.9	1.0	0.9	(1.1)
Dali Foods Group Co Ltd	3799 HK	5.62	76,961	Dec-17	19.0	17.7	15.5	n/a	9.8	14.8	14.3	4.7	4.5	4.0	n/a	26.0	1.4	3.4	(20.8)
Average					29.1	24.7	20.6	35.4	31.5	19.0	15.7	3.4	3.2	3.0	2.9	12.6	1.3	2.1	(8.8)
Median					26.1	23.5	20.0	36.1	28.7	17.8	14.3	3.4	3.2	2.8	2.7	9.5	1.2	2.3	(13.2)

资料来源：彭博，招银国际研究预测，截止至 2018 年 10 月 26 日

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	5,757	7,808	10,637	17,408	28,242	36,971
中国 - 一线城市	2,317	2,714	2,959	3,811	5,669	7,483
中国 - 二线城市	2,880	3,776	5,231	8,631	14,006	18,154
中国 - 三线及以下城市	310	734	1,518	3,391	5,937	7,790
中国内地以外	277	439	703	1,125	1,890	2,585
会员积分计划	(131)	(27)	(24)	(36)	(38)	(39)
外卖业务	74	146	219	380	592	747
调味品和食材产品	30	26	30	106	186	251
销售成本	(2,600)	(3,179)	(4,313)	(7,083)	(11,492)	(15,081)
毛利	3,157	4,628	6,324	10,325	16,750	21,890
其他收入	33	58	86	73	119	155
员工成本	(1,572)	(2,044)	(3,120)	(5,303)	(8,546)	(11,072)
物业租金及相关开支	(269)	(298)	(415)	(670)	(1,064)	(1,413)
水电开支	(221)	(263)	(349)	(592)	(960)	(1,220)
折旧和摊销	(239)	(286)	(360)	(627)	(995)	(1,351)
差旅和相关开支	(67)	(84)	(120)	(191)	(311)	(407)
其他经营费用	(268)	(372)	(445)	(818)	(1,299)	(1,590)
息税前收益	553	1,338	1,602	2,195	3,694	4,994
联营公司	-	-	0	7	8	9
其他收益和亏损	8	12	26	3	14	11
净融资成本	(1)	(4)	(4)	(4)	64	85
特殊收入	-	-	-	-	-	-
税前利润	560	1,346	1,625	2,201	3,781	5,099
所得税	(149)	(368)	(431)	(583)	(1,002)	(1,351)
非控制股东权益	(138)	(243)	(166)	(7)	(11)	(15)
净利润	273	735	1,028	1,611	2,768	3,733
调整后净利润	273	735	1,028	1,611	2,768	3,733

资料来源：公司及招银国际研究部

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	1,223	1,493	2,274	4,265	6,103	7,164
物业、厂房及设备	797	943	2,085	4,072	5,904	6,958
无形资产和商誉	19	15	11	8	5	4
联营公司的权益	-	-	4	11	20	29
其他金融资产	-	-	-	-	-	-
递延税项资产	42	49	53	53	53	53
其他	365	486	121	121	121	121
流动资产	1,184	1,257	1,462	9,260	11,183	14,878
存货	41	50	95	116	220	289
贸易及其他应收账款	30	64	173	238	387	506
其他金融资产	954	700	864	721	1,051	1,318
受限制银行结余	2	36	48	48	48	48
现金及现金等价物	158	407	282	8,137	9,477	12,717
流动负债	1,244	1,642	2,618	2,777	3,317	3,784
贸易及其他应付账款	385	484	679	1,088	1,828	2,395
即期税项	45	105	80	80	80	80
银行借款	414	567	348	698	698	698
递延收入	245	273	309	309	309	309
其他	154	213	1,203	603	403	303
非流动负债	5	35	27	27	27	27
带息借款	-	11	9	9	9	9
递延收入	-	-	-	-	-	-
其他应付款项和应计费用	-	-	-	-	-	-
衍生金融工具	-	-	-	-	-	-
递延税项	3	22	13	13	13	13
其他	2	3	4	4	4	4
资产净额	1,157	1,072	1,091	10,721	13,942	18,232
非控股权益	438	270	2	5	2	6
权益股东应占权益	719	802	1,089	10,716	13,940	18,226

资料来源：公司及招银国际研究部

现金流量表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	553	1,338	1,602	2,195	3,694	4,994
折旧和摊销	239	286	360	627	995	1,351
营运资金变动	2	76	(110)	115	157	112
税务开支	(159)	(296)	(468)	(583)	(1,002)	(1,351)
其他	8	10	16	7	75	95
经营活动所得现金净额	642	1,414	1,400	2,362	3,920	5,200
购置固定资产	(400)	(429)	(1,243)	(2,611)	(2,824)	(2,403)
联营公司	-	-	(4)	-	-	-
其他	(516)	(851)	(318)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(916)	(1,281)	(1,565)	(2,611)	(2,824)	(2,403)
股份发行	-	-	0	7,264	-	-
净银行借贷	158	164	(221)	(250)	(200)	(100)
股息	-	-	-	752	456	554
其他	1	(6)	326	339	(11)	(10)
融资活动所得现金净额	159	158	105	8,104	245	444
现金增加净额	(115)	291	(60)	7,855	1,340	3,241
四川海底捞分行所用现金净额	(24)	(41)	(32)	-	-	-
年初现金及现金等价物	297	158	407	282	8,137	9,477
汇兑	(0)	(0)	(32)	-	-	-
年末现金及现金等价物	158	407	282	8,137	9,477	12,717

资料来源：公司及招银国际研究部

主要比率

年结：12月31日	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)						
中国 - 一线城市	40.2	34.8	27.8	21.9	20.1	20.2
中国 - 二线城市	50.0	48.4	49.2	49.6	49.6	49.1
中国 - 三线及以下城市	5.4	9.4	14.3	19.5	21.0	21.1
中国内地以外	4.8	5.6	6.6	6.5	6.7	7.0
会员积分计划	(2.3)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)
外卖业务	1.3	1.9	2.1	2.2	2.1	2.0
调味品和食材产品	0.6	0.2	0.2	0.5	0.6	0.7
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)						
毛利率	54.8	59.3	59.5	59.3	59.3	59.2
息税前利润率	9.6	17.1	15.1	12.6	13.1	13.5
税前利润率	9.7	17.2	15.3	12.6	13.4	13.8
净利润率	4.7	9.4	9.7	9.3	9.8	10.1
调整后净利润率	4.7	9.4	9.7	9.3	9.8	10.1
有效税率	26.7	27.3	26.5	26.5	26.5	26.5
增长 (%)						
收入	-	35.6	36.2	63.7	62.2	30.9
毛利	-	46.6	36.6	63.3	62.2	30.7
息税前利润	-	142.2	19.7	37.0	68.3	35.2
净利润率	-	169.6	39.8	56.8	71.8	34.9
调整后净利润	-	169.6	39.8	56.8	71.8	34.9
资产负债比率						
流动比率 (x)	1.0	0.8	0.6	3.3	3.4	3.9
平均应收账款周转天数	1.6	2.2	4.1	5.0	5.0	5.0
平均应付账款周转天数	16.9	12.6	12.2	13.0	15.0	15.0
平均存货周转天数	4.9	5.2	6.1	6.0	7.0	7.0
回报率 (%)						
平均股本回报率	42.0	87.8	110.4	27.4	22.5	23.3
平均资产回报率	20.7	37.9	36.8	18.7	18.0	19.1
每股数据						
每股盈利(人民币)	-	-	0.1939	0.3040	0.5222	0.7043
调整后每股盈利(人民币)	-	-	0.1939	0.3040	0.5222	0.7043
每股股息(人民币)	-	-	0.1704	0.0977	0.1187	0.1601
每股账面值(人民币)	-	-	0.2058	2.0229	2.6305	3.4401

资料来源：公司及招银国际研究部

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司（“招银证券”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载资料可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何资讯由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考资料。报告中的资讯或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告资讯所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的资讯，我们力求但不担保这些资讯的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的资讯，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。