

2023 年 7 月 31 日



中国餐饮行业：如何在最内卷的消费赛道挑选胜者？

超配

首次覆盖

中国有句古话：民以食为天。可见餐饮在消费者的日常生活中扮演着重要的角色。即使在整体经济趋势偏弱的大环境下，消费者对餐饮的市场需求依然非常高。然而，由于较低的行业准入门槛，每年都有数不清的新玩家涌入餐饮赛道，使餐饮行业成为消费领域竞争最激烈的赛道之一。我们希望通过这篇报告来分析餐饮玩家如何在激烈的竞争环境中保持旺盛的竞争优势，从而实现可持续的盈利。首次覆盖百胜中国（YUMC.US/9987.HK）、九毛九（9922.HK）、特海国际（9658.HK）并给予“买入”评级；首次覆盖海底捞（6862.HK）并给予“持有”评级。

林闻嘉（消费分析师/研究部主管）
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠，CFA（消费助理分析师）
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439



欢迎关注
浦银国际研究

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目录

中国餐饮行业：如何在最内卷的消费赛道挑选胜者？	3
前言	4
中国餐饮行业的前世、今生与未来	5
餐饮行业竞争格局（Porter's Five Forces）	9
餐饮行业制胜的关键是什么？	19
估值与目标价	31
风险提示	32
百胜中国（YUMC.US/9987.HK）：兼具确定性与成长性的中国餐饮领军者	33
四大核心竞争力带来强大的业绩确定性	35
未来成长性依然不可小觑	45
盈利预测	57
目标价与估值	62
风险提示	62
SPDBI 乐观与悲观情景假设	65
公司背景	67
海底捞（6862.HK）：短期盈利提升趋势显著，长期扩张前景令人担忧	75
中国规模最大的连锁火锅玩家	77
行业竞争加剧恐减弱品牌核心竞争力	79
店铺网络扩张空间受限	85
盈利能力的恢复与提升是短期最大的亮点	90
盈利预测	94
目标价与估值	98
风险提示	98
SPDBI 乐观与悲观情景假设	100
公司背景	101
九毛九（9922.HK）：成长空间可观，运营能力卓越	108
太二依然年轻，成长空间较大	110
多品牌布局带来更大增长潜力	115
灵活高效的运营模式	119
盈利预测	123
目标价与估值	127
风险提示	127
SPDBI 乐观与悲观情景假设	129
公司背景	130
特海国际（9658.HK）：面向海外华人，市场前景广阔	137
盈利预测	140
目标价与估值	144
风险提示	144
SPDBI 乐观与悲观情景假设	146
公司背景	147



中国餐饮行业：如何在最内卷的消费赛道挑选胜者？

餐饮行业市场潜力大、消费需求强烈，且在疫情后经历了较强的回暖趋势。然而，作为中国消费领域中竞争最激烈、玩家最内卷的消费赛道之一，要在中国餐饮行业保持长久的竞争力与增长动力，同时维持稳定的盈利和现金流，需要强大的品牌力、源源不断的创新能力以及优秀的管理与运营能力。

- 消费趋势变化为餐饮行业带来新挑战和机遇：**在经历了疫情前高速发展的十年（2009-2019）以及三年疫情（2020-2022）的洗礼，中国消费者对餐饮行业的消费需求和消费心理已经发生了潜移默化的改变。消费者更强的健康意识、对社交属性与就餐体验更高的追求以及对性价比关注度的提升，对餐饮企业在菜品创意、就餐环境、服务水平以及品牌形象打造等多方面都提出更高的要求。餐饮品牌想要屹立不倒，就必须通过不断提升自身的能力，来同时满足消费者生理与心理的需求。同时，互联网与社交媒体的高度普及也为餐饮企业在短期内建立品牌和积累人气创造了土壤。
- 竞争激烈且内卷严重的消费赛道：**由于市场规模大但准入门槛低，餐饮行业玩家众多，市场极度分散。另外，餐饮行业细分赛道多，彼此之间替代性强，而同一赛道下各个玩家的产品与服务同质化严重。餐饮行业较高的创新难度与消费者日益增加的对新鲜感的追求也增加了餐饮企业的淘汰率，加快了玩家的更迭速度。通过行业五力分析（Porter's Five Forces），我们认为餐饮行业玩家主要面临三大威胁：（1）来自行业现有竞争的威胁，（2）来自潜在新进入者的威胁和（3）来自替代品的威胁。
- 如何在餐饮行业挑选优质玩家？**我们认为，真正优秀的餐饮企业不仅要有较高的市场热度和关注度，更要有能力维持长期行业竞争力、稳定且可持续的盈利能力和现金流，并且在外部环境面临挑战时，依然能以较高运营效率与灵活性表现出较强的韧性。我们从五个维度来综合衡量一家大型连锁餐饮企业的竞争力：（1）品牌力与知名度，（2）店铺网络扩张的空间，（3）供应链管理能力和（4）门店经营效率，和（5）消费渠道与场景的延伸，包括外卖渠道及零售场景的挖掘。
- 估值与评级：**我们使用 EV/EBITDA 对餐饮企业进行估值，并使用 DCF 进行验证。综合考虑以上五大衡量竞争力的标准，我们给予百胜中国（YUMC.US/9987.HK）、九毛九（9922.HK）、特海国际（9658.HK）“买入”评级，给予海底捞（6862.HK）“持有”评级。
- 投资风险：**（1）餐饮行业竞争加剧；（2）消费力进一步衰退；（3）新进玩家对现有玩家造成较高威胁；（4）外出就餐的场景被替代；（5）地缘政治恶化带来的风险。

林闻嘉

消费分析师/研究部主管
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠

消费助理分析师
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2023 年 7 月 31 日

百胜中国（9987.HK）

买入

目标价（港元） 601.8
潜在升幅/降幅 +24.9%
目前股价（港元） 481.8

百胜中国（YUMC.US）

买入

目标价（美元） 77.2
潜在升幅/降幅 +29.2%
目前股价（美元） 59.8

海底捞（6862.HK）

持有

目标价（港元） 24.9
潜在升幅/降幅 +13.2%
目前股价（港元） 22.0

九毛九（9922.HK）

买入

目标价（港元） 18.8
潜在升幅/降幅 +21.9%
目前股价（港元） 15.4

特海国际（9658.HK）

买入

目标价（港元） 21.1
潜在升幅/降幅 +31.1%
目前股价（港元） 16.1

注：目前股价截至 2023 年 7 月 31 日
午市收盘价

浦银国际

首次覆盖

中国餐饮行业：如何在最内卷的消费赛道挑选胜者？

中国餐饮行业：如何在最内卷的消费赛道挑选胜者？

前言

中国的饮食文化丰富多彩且源远流长，而中国人对“吃”也始终保持高涨的热情。随着中国政治经济的发展、社会活动的增加以及消费能力的提升，餐饮行业的市场需求在改革开放之后经历了高速增长。尽管 2020-2022 年这三年里，中国整体餐饮行业受到了较大的来自于疫情的挑战，但在疫情过去以后，餐饮行业需求的恢复速度和弹性要优于其他消费赛道。这也体现出餐饮行业的市场表现对于经济复苏是具有较强的响应力的。

然而，中国餐饮行业准入门槛较低，许多创业者前仆后继地涌入，导致行业玩家众多、市场极度分散、且同一细分赛道下的产品同质化程度非常高，很难形成差异化。这些特点使餐饮行业成为消费领域竞争最为激烈的战场。餐饮企业不仅要面对同业的竞争，还要面对新进玩家的挑战以及潜在替代品（比如预制菜）的威胁。而消费者对菜品口味、服务、就餐体验等各方面的要求不断提升，也使行业竞争不断升级，生存难度不断加大。

在如此激烈的竞争环境下，美味的菜品与优质的服务只是生存最基本的条件，但不足以帮助玩家长期保持竞争力、扩大市场规模、同时保持稳定的盈利水平。我们认为，以下几点才是真正考量餐饮企业是否值得投资的重要标准：

- (1) 基于持续创新的品牌力；
- (2) 门店网络的扩张的空间；
- (3) 供应链整合和管理能力；
- (4) 终端门店运营效率；
- (5) 消费渠道与场景的延伸

基于以上分析框架，我们对比和分析了四家餐饮公司的发展前景。结合当前的估值，我们给予百胜中国（YUMC.US/9987.HK）、九毛九（9922.HK）、特海国际（9658.HK）“买入”评级，给予海底捞（6862.HK）“持有”评级。

中国餐饮行业的前世、今生与未来

● 前世（2009-2019 年）：高速发展的十年

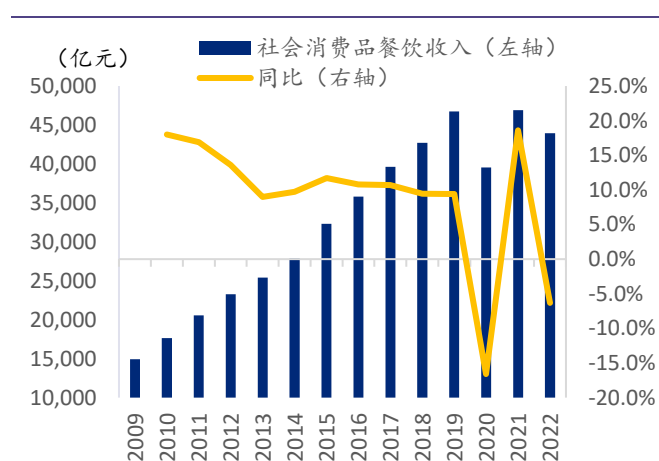
从改革开放前的“吃得上”，到八九十年代的“吃得饱”，再到千禧年后的“吃得好”，随着中国经济的发展，中国人在吃上面的追求不断升级。尤其对外出就餐，消费者的要求也变得愈加挑剔，包括优质的口味、干净的就餐环境、创新的菜品、均衡的营养等。

我国人民生活水平和消费能力逐渐提升，在这样的趋势下，中国餐饮行业日渐发展壮大。在疫情之前，餐饮行业经历了高速发展的十年。整体餐饮收入从 2009 年的 1.5 万亿元增长至 2019 年的 4.7 万亿元，复合增长率达到 12%。

我们认为，除了经济的发展、国民可支配收入的提升以及持续的城镇化进程，中国餐饮行业在过去十年的高速增长还归功于消费趋势的改变，包括消费者不断提升的外出就餐意愿以及不断增加的社交需求。这也使得餐饮行业的增速在疫情前的十年里基本高于人均可支配收入的增速。

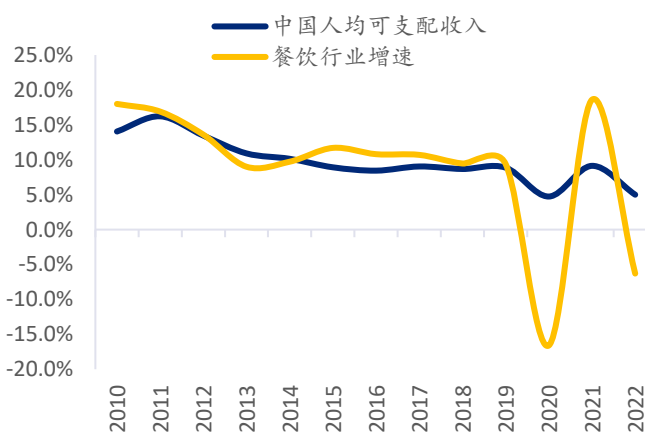
同时，为满足消费者愈来愈多的餐饮要求，中国餐饮业产生了更多细分菜品类别和营业形式，带动我国的餐饮业逐渐多元化，也促进了餐饮行业的扩张进程。

图表 1: 中国餐饮行业 2009-2022 年收入规模与增速



资料来源：、浦银国际

图表 2: 餐饮行业增速与人均可支配收入增速比较, 2010-2022



资料来源：、浦银国际

● 今生（2020-2023 年）：疫情左右行业短期增长

2020 年初疫情的爆发和各类疫情防控措施的实施令中国餐饮行业受到了前所未有的挑战。餐饮业是众多消费品行业中受到冲击最大的行业之一。

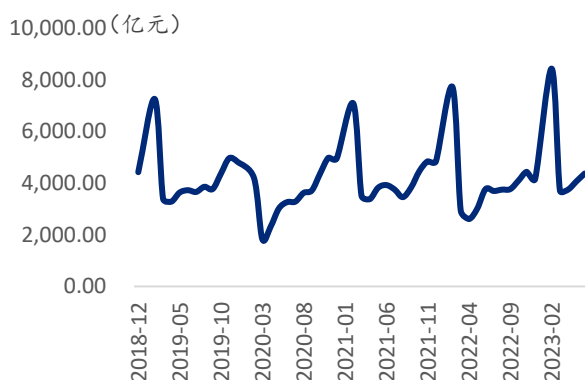
疫情对餐饮行业的影响主要包括（但不仅限于）以下几点：

- （1）线下餐厅因疫情被迫关停或无法照常营业；
- （2）严格的防疫措施使商圈客流大幅减少；
- （3）疫情期间人们消费力以及消费意愿大幅衰退。

2020 年上半年，在疫情冲击下，中国餐饮业收入出现断崖式下跌。尽管市场需求在疫情稍缓的时间段（2020 年底以及 2021 年上半年）得到短暂的复苏，2021 年整体餐饮收入也回到了 2019 年的水平，然而 2021 年下半年以及 2022 年的疫情反复与严格的防疫措施又再一次极大地影响了餐饮行业的正常运营与消费情绪，令社会餐饮收入在 2022 年跌至 2020 年疫情初期水平。

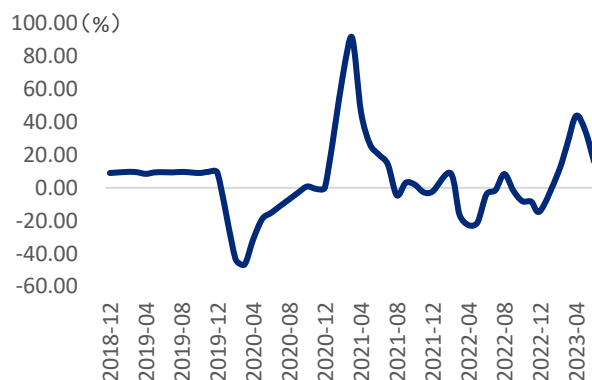
许多小企业不具备强大的数字化能力，销售渠道单一，无法通过外卖来弥补流失的线下客流。供应链能力的缺失使餐饮运营成本雪上加霜。餐厅客流流失、收入的大幅下滑叠加店铺端较高的刚性费用导致许多餐饮企业的盈利能力急剧恶化。这造成众多餐饮业玩家在生死线边缘挣扎、不少玩家被迫停业或退出竞争。

图表 3: 社会消费品餐饮收入当月值



注：数据截至 2023 年 6 月
资料来源： 、浦银国际

图表 4: 社会消费品餐饮收入当月同比，2018-2023 年 6 月



注：数据截至 2023 年 6 月
资料来源： 、浦银国际

进入 2023 年以后，随着疫情的放开，消费者对外出就餐的热情迅速回升，餐饮行业 2023 年上半年的销售额出现显著的反弹。各大餐饮企业的客流和翻台率同比录得大幅增长，但尚未回到疫情前的水平。

● 未来（2023 年以后）：内卷最严重的消费赛道

在经历了三年疫情的洗礼以后，中国消费者的消费心理与消费需求有望进一步变化和升级，这其中包括：

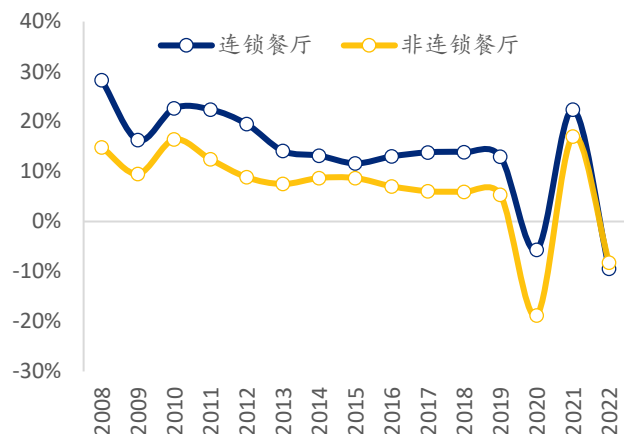
- (1) 更强的健康意识；
- (2) 对社交属性的追求；
- (3) 对消费体验更高的要求；
- (4) 拥护性价比。

以上这些消费趋势对餐饮行业玩家提出了更高的要求。除了满足基本的食物口味和原料品质之外，消费者对菜品创意、就餐环境、服务水平都提出更高的要求。

较低的准入门槛以及消费者不断进化的消费需求，将使餐饮行业未来变成内卷最严重的消费行业。在竞争激烈的餐饮行业中，餐饮品牌想要屹立不倒，就必须通过不断提升自身的能力，来同时满足消费者的生理与心理需求。与此同时，餐饮玩家还必须持续提升门店与供应链的运营效率来提升自身的盈利能力，保证品牌可持续的发展。

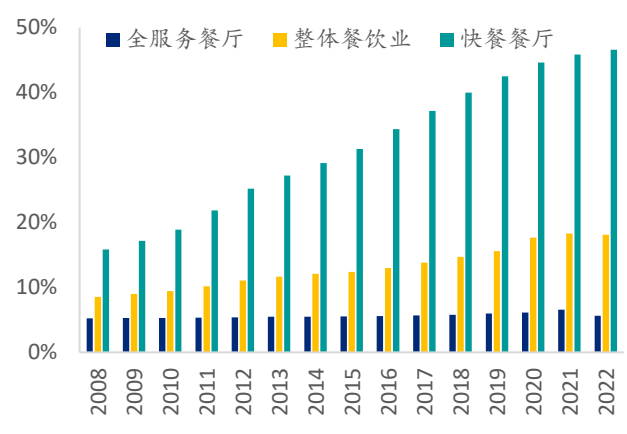
连锁餐饮收入的增长在过去几年均快于非连锁餐饮，收入占比持续提升。这一趋势在快餐行业尤为明显。

图表 5: 连锁餐饮与非连锁餐饮的收入增速，2008-2022



资料来源：Euromonitor、浦银国际

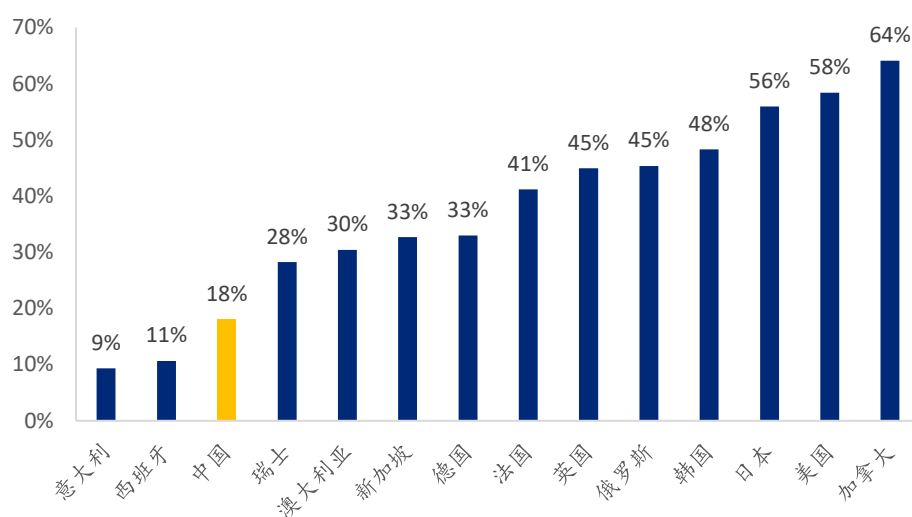
图表 6: 各餐饮类别中连锁餐饮收入占比，2008-2022



资料来源：Euromonitor、浦银国际

中国餐饮行业的连锁化率和发达国家相比依然处于较低的水平。我们认为，疫情以后，随着消费者对外出就餐的食品安全与卫生的要求不断提高，标准化经营的连锁餐饮的收入占比有望持续提升。

图表 7：各国餐饮行业连锁化率比较，2022



资料来源：Euromonitor，浦银国际

餐饮行业竞争格局（Porter's Five Forces）

古往今来，中国人对美食的热情始终保持高涨，令餐饮行业的整体需求长盛不衰。而相对其他行业，餐饮行业所需的启动资金与技术壁垒都比较低，起步较为容易。

稳定的市场需求与较低的准入门槛使众多个体经营者积极投身于餐饮行业。这也导致餐饮行业的竞争相较其他消费子行业更为激烈。

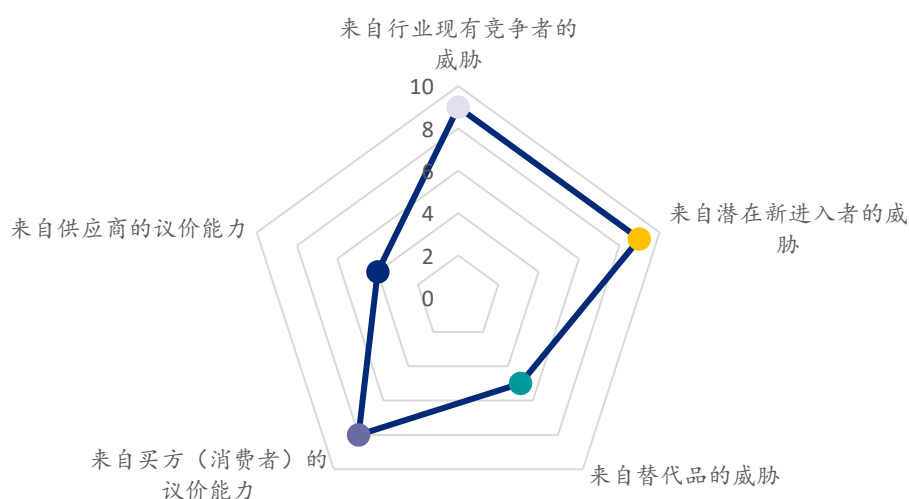
我们认为，中国餐饮行业主要具有以下特点：

- （1） 市场极度分散，且集中度提升趋势不明显；
- （2） 玩家众多，玩家数持续攀升，但更迭率较高；
- （3） 餐饮向下细分赛道较多，且彼此之间存在互相替代与竞争的关系；
- （4） 同一细分赛道下，产品与服务同质化严重，较难形成有效差异化；
- （5） 消费者对产品与服务创新度要求越来越高。

这些特点造成中国餐饮行业入局相对容易，但想要在未来不断扩大市场规模的同时，保持长久不衰的竞争力与盈利能力则较为困难。

以下图表总结了我们用 Porter's Five Forces 分析餐饮行业竞争格局所得到的结论。

图表 8：中国餐饮行业五力分析（Porter's Five Forces）



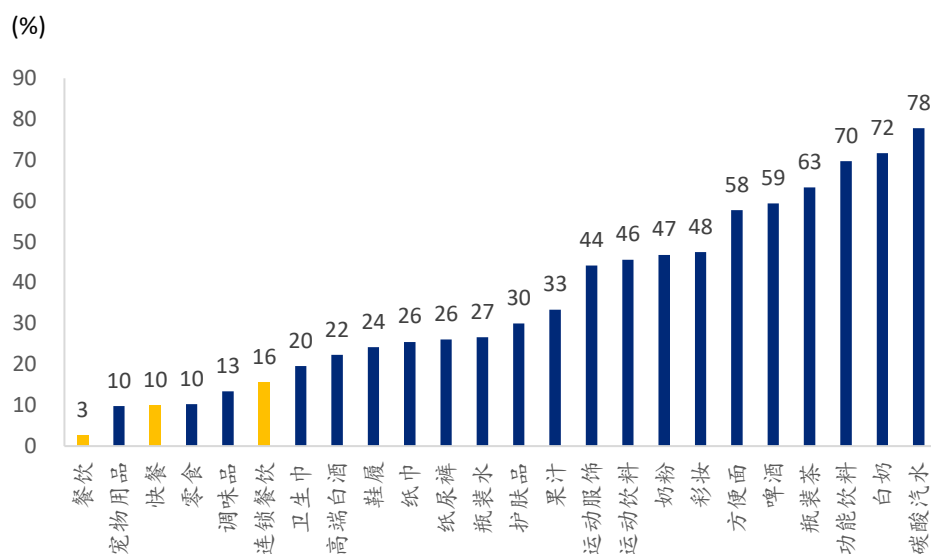
注：分数越高，代表威胁/能力越大；分数越低，代表威胁/能力越小

资料来源：浦银国际

● 现有玩家之间竞争激烈

中国餐饮行业的集中度极低，据 Euromonitor 数据，2022 年中国餐饮行业前三名的市场份额合计仅为 3%，市场极度分散。即使只看连锁餐饮细分板块，集中度依然远低于大部分其他消费行业。

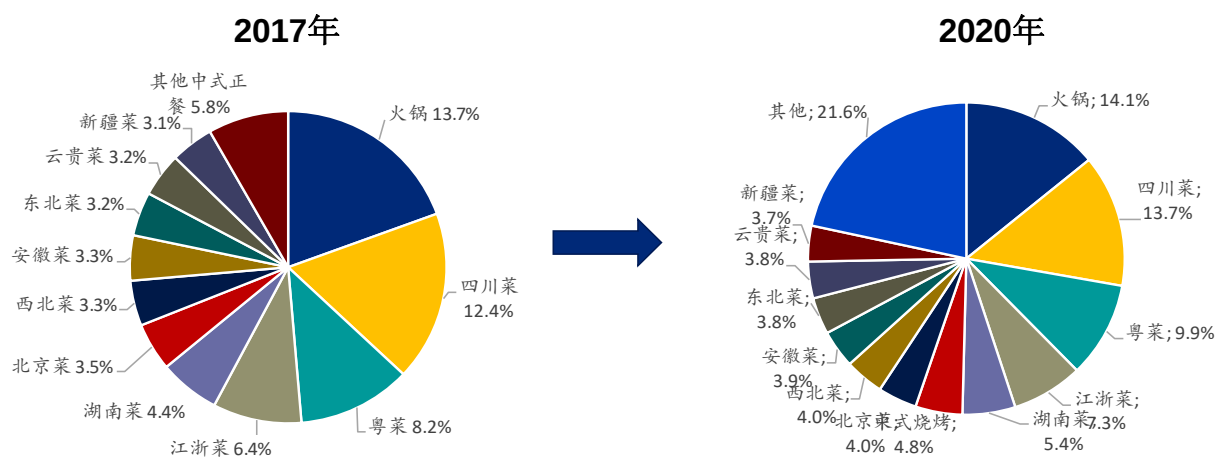
图表 9：餐饮行业集中度与其他消费行业比较，2022



资料来源：Euromonitor、浦银国际

以菜系来看，中餐在中国餐饮行业中始终维持着 80% 左右的市场占比。而在中餐的细分品类中，火锅、川菜与粤菜排名前三，2020 年分别占据整体行业收入的 14.1%、13.7% 与 9.9%。相较 2017 年，火锅与川菜在 2020 年的占比有所提升，且这一趋势有望在未来几年持续。

图表 10：中餐的收入分布，2017 与 2020



资料来源：弗若斯特沙利文、浦银国际

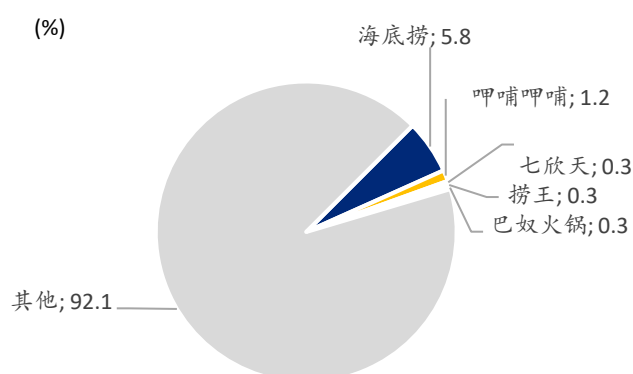
极低的行业集中度、众多的菜系种类以及每个菜系下多如牛毛的行业玩家，都决定了中国餐饮行业的竞争格局非常激烈。我们以火锅与连锁快餐为例进一步窥探餐饮行业竞争的激烈程度。

火锅赛道：

拿餐饮行业收入占比最大的火锅来举例，根据弗若斯特沙利文的数据，2020年火锅赛道中排名第一的海底捞市场份额仅为 5.8%，排名第二的呷哺呷哺市场份额只有 1.2%，而排名三至五的市场份额均仅为 0.3%。

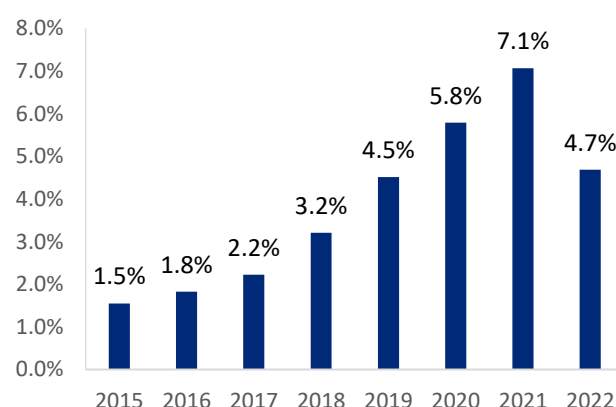
火锅行业的门槛相对较低，产品同质化严重，造成业内小型玩家众多。随着头部玩家（比如海底捞、捞王、巴奴等）在过去五年凭借强大的品牌力与充沛的资金能力在全国持续开店扩张，整体行业的集中度和连锁化率有所提高。但整体来看，行业集中度依旧非常低，非连锁玩家依然占据行业的主流，使行业竞争异常激烈。

图表 11：火锅赛道主要玩家市场份额，2020



资料来源：弗若斯特沙利文、浦银国际

图表 12：海底捞在火锅行业的市场份额变化，2015-2022



注：2021-2022 年火锅行业规模 E=副若斯特沙利文。2022 年资料来源：公司数据、弗若斯特沙利文、浦银国际估算

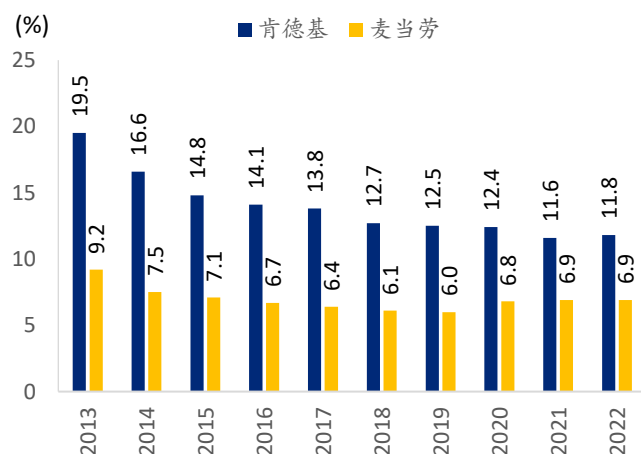
连锁快餐赛道：

相比全服务餐饮，快餐的集中度和连锁化率要高的多。其中，肯德基与麦当劳常年保持中国连锁快餐行业第一与第二的位置。

然而，肯德基与麦当劳在连锁快餐行业的市场份额在过去十年有较大的下降。这主要是因为有不少经营模式与肯德基和麦当劳高度相仿，但定价更低的连锁快餐品牌在低线市场迅速崛起（比如华莱士、老乡鸡等）。它们抢占了肯德基与麦当劳在连锁快餐行业的市场份额，同时持续推高了快餐行业的连锁品牌收入占比。

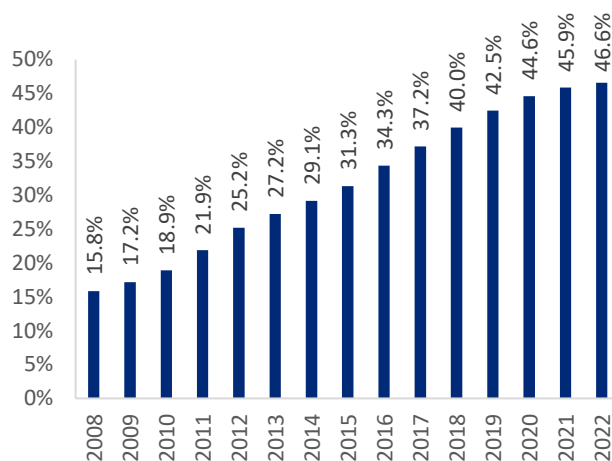
未来，连锁快餐行业玩家必须通过持续丰富自己的品类、坚持进行产品创新和深度地方化来迎合更多消费者的需求，从而维持自身的竞争力。

图表 13：肯德基、麦当劳在连锁快餐行业的市场份额，2013-2022



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 14：连锁快餐在整体快餐行业的收入占比，2008-2022



资料来源：Euromonitor、浦银国际

● 新进玩家的威胁高

餐饮行业竞争壁垒低、同质化高、初始投资要求低等特点大幅降低了新玩家的准入门槛。另一方面，作为餐饮行业的消费主力，中国年轻消费者无论对食物口味、就餐环境、服务体验以及餐厅整体风格，都表现得非常“喜新厌旧”，并乐于不断尝新。

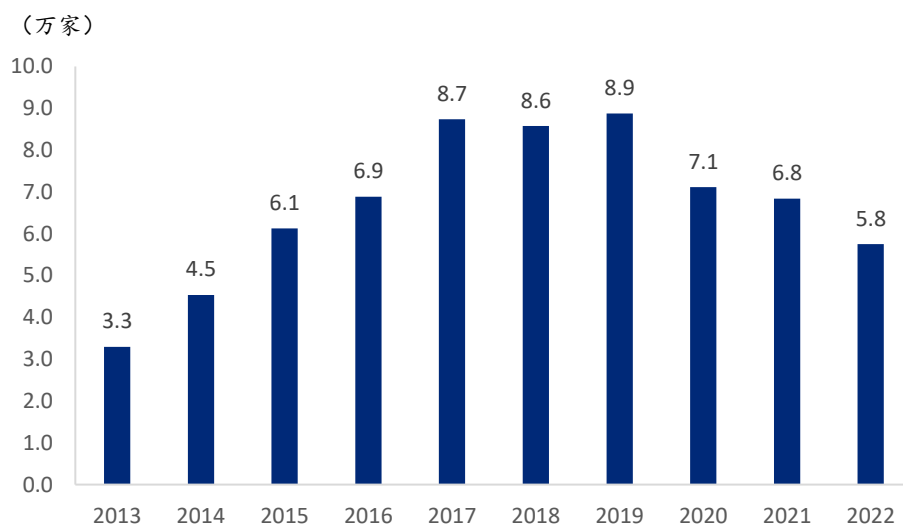
以上行业特点与消费趋势为新晋餐饮玩家提供了绝佳的入场机会：新玩家只要在口味、环境、营销等方面积极创新，迎合年轻消费者猎奇的心理需求，就有望迅速出圈。同时，现存的餐饮行业玩家也必须不断求新求变，才不会逐渐被市场所淘汰。这也解释了中国餐饮行业的高更迭率，新的玩家不停进入，而老的玩家不断退出。

我们以火锅为例来说明来自新进玩家的威胁。

得益于无需烹饪、易标准化、门槛低、店效高且社交属性强等优势，火锅赛道吸引了一大批餐饮行业创业者。根据企查查的数据，在疫情以前的六年里，每年新注册的火锅相关企业数基本呈逐年上升的趋势。

疫情以后，每年新增火锅类注册企业数有所下滑，但 2022 年新注册火锅相关企业依旧达到 5.8 万家，占现存火锅相关企业数的 14%。

图表 15：2013-2022 年新增火锅相关企业数



资料来源：企查查、浦银国际

我们研究了近期比较受欢迎的火锅品牌，发现其中大部分都是近十年成立的。另外，根据天眼查的数据，在现存的 42 万家火锅相关企业中，有近 7 成是在 5 年内成立的。

图表 16：热门火锅品牌成立时间与特色

店名	成立时间	特色
珮姐老火锅	2013	利用广告语“回家再晚，珮姐等你”打动消费者，并规定“凭3天内到达重庆的机票/火车票可打8.8折”，让它成为外地游客热门打卡地
袁老四	2013	用木质家具和红灯笼打造“老砖老瓦老店”的风格，致力于打造亲民价格的正宗重庆火锅，菜品种类繁多，以品牌故事树立起“一生只做这一锅”的品牌形象
小龙坎	2014	中式装修配上龙头、龙椅和鲤鱼跃龙门的元素，营造红火热烈的用餐氛围。
哥老官	2014	主打美蛙鱼头特色火锅，店内挂满重庆地标和夜景照，充满浓郁的巴蜀风情
蜀大侠	2015	除古色古香的装修外，以武功门派做区域标签，用龙头锅、土陶餐具和江湖式上菜和服务方式，将武侠江湖和火锅相融合
快乐小羊	2016	“不蘸料、更有料”的颠覆性特色草原羊肉火锅
周师兄	2017	以大刀腰片爆款菜开创重庆火锅人气单品先河
楠火锅	2018	以“5斤油1斤料”的重口味锅底和打卡必点单品“雪山冰”系列甜品为其引流、营销，同时善用短视频自运营，将线上流量向线下导流
凑凑	2018	以台式麻辣火锅和台式茶饮做主打，豆腐鸭血汤底中的鸭血和豆腐可无限续锅
吼堂老火锅	2019	门店高度还原老成都市集，部分门店提供换装拍照服务、加入川剧专场、茶室和麻将馆等
朱光玉火锅馆	2020	打造了暴打柠檬茶、黑糖牛乳冰等“扛把子”以及四大重庆“神级路边摊”等创意产品
怂重庆火锅厂	2020	以“你开心就好”为宗旨，提供“怂”牌娃娃机供席间娱乐，环境布置以及服务都营造出潮流感，并有每晚的街舞快闪等
谢谢锅	2021	在提供火锅的同时扩充烧烤、酒水、茶饮和甜点等餐饮形态，提供音乐演出
刘记光大火锅鸡	2022	以火锅底的鸡肉作为卖点，通过炒制方式入锅焖制，在吃鸡块的同时又可以涮火锅

资料来源：浦银国际整理

火锅的菜品同质化水平较高，新鲜的菜品与周到的服务作为行业标配，已经无法满足于消费者猎奇的心态。为了在竞争激烈的火锅赛道脱颖而出，新晋火锅品牌争相在品牌的文化内核、菜品的呈现方式、餐厅的装修以及服务方式等方面积极创新，从而实现与现有竞争对手的差异化。

尤其是近年来在网红营销的催化下，更多火锅企业通过社交平台迅速建立其自身品牌形象、打响知名度，以爆款单品和适合打卡拍照的装修为核心，配以 KOL 探店等营销活动，打造品牌效应带动消费者拔草风潮。这对现有的火锅品牌（比如海底捞）造成巨大的竞争压力。

图表 17：总重庆火锅厂



资料来源：总火锅微博、浦银国际

图表 18：蜀大侠火锅



资料来源：蜀大侠微博、浦银国际

● 替代品的威胁偏高

外出就餐最大的替代品无疑是居家烹饪。不少消费者在疫情隔离期培养了居家烹饪的能力，甚至养成了自己烹饪的习惯，从烹饪的过程中获得了一定的心理满足感。

图表 19：疫情期间市民在社交媒体上晒居家烹饪的照片



疫情居家美食日常

记录一些疫情居家美食日常吧~以后估计也不会有这么频繁的下厨时光啦~虽然但是，下厨也很解压啊！

资料来源：小红书、浦银国际

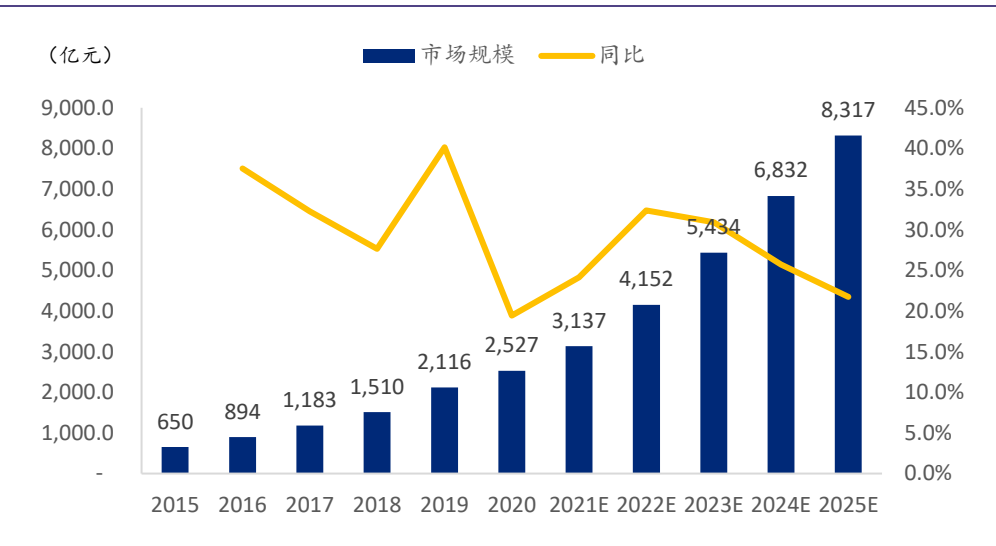


疫情宅家的仪式感美食（附菠萝饭制作教程）

口罩，36.5°，绿码，核酸.....

另一方面，随着宅经济的发酵和疫情的催化，预制菜品类在近年来逐渐崛起。如今的预制菜已不再局限于速冻饺子等冷冻餐食，而是在兼顾快捷、便利的烹饪方式的同时，发展出品类众多的中式菜品，其中包括一些以往仅能在餐厅品尝到的较为复杂的菜品以及年夜饭套餐等。

图表 20：预制菜的市场规模与增长



E=餐宝典预测
资料来源：餐宝典、浦银国际

预制菜的发展大幅降低了居家烹饪的难度和门槛，同时也进一步激发了年轻人对于居家烹饪的意愿与热情。虽然外出就餐有其特有的社交属性和娱乐功能，但在方便、快捷、甚至美味等方面，我们认为预制菜对餐饮行业已经形成一定的替代性。

我们认为这种趋势的形成有可能为餐饮行业未来的增长带来一定负面影响。

图表 21：味知香酸菜鱼



资料来源：味知香官微、浦银国际

图表 22：叮咚买菜预制菜年夜饭



资料来源：叮咚买菜微博、浦银国际

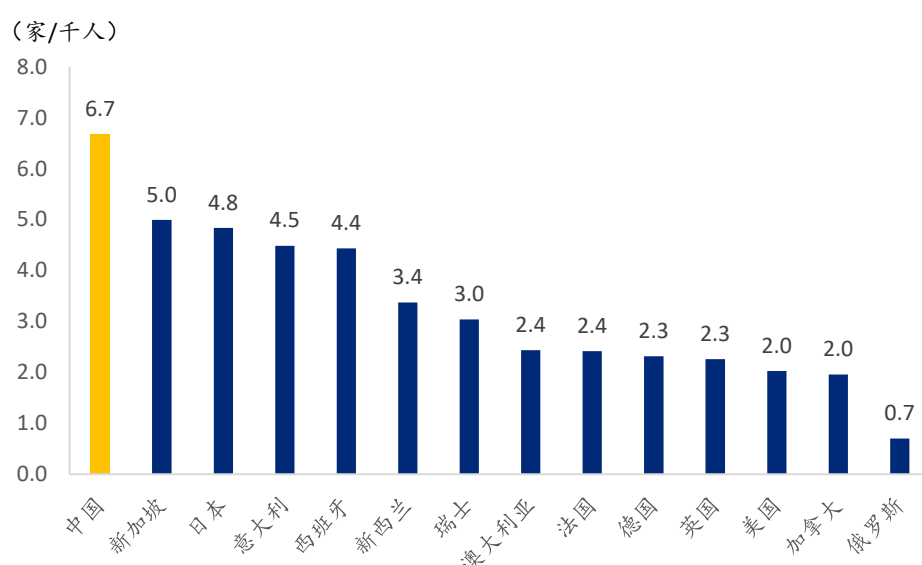
● 客户议价能力影响偏中性

决定客户（也就是消费者）议价能力的因素主要包括：

- （1）行业中卖家的数量；
- （2）客户对特定卖家的依赖程度；
- （3）客户更换卖家的成本。

众所周知，中国餐饮行业最大的特点之一就是玩家众多。这也就意味着消费者在外出就餐时有着足够大的选择空间，且更换餐饮品牌的成本非常低。

图表 23：各国人均餐饮店数量比较，2022



资料来源：Euromonitor、浦银国际

餐饮企业想要提升对消费者的议价能力，就必须增强消费者对其品牌的依赖程度，也就是所谓的品牌忠诚度。这就要求餐饮玩家通过提升菜品档次、服务质量、就餐环境以及品牌内涵，来增加客户粘性，从而为品牌带来更大的溢价空间。

在相同的细分赛道和产品定位下，如果一家餐饮企业能够提供比竞争对手更美味的食物和更优质的就餐体验，同时为品牌带来更多的附加价值，那它在消费者面前就将收获更高的议价能力。

● 供应商议价能力影响中性

餐饮行业的主要运营成本包括原材料（农产品与调味品等）、人工和租金。广义上讲，这三项成本的提供者都能被认为是餐饮企业的供应商。

原材料：

中国农产品供应相对充足，且农产品供应商（或农产品供应链企业）数量众多。所以总体来说，来自农产品供应商的议价能力相对较弱。

对于大型连锁餐饮企业来说，它们一般拥有统一采购流程、相对较大的采购量和较多的采购品类。这些特点令供应商更愿意同这类企业达成长期合作关系，从而保证稳定的业务和现金流。因此，大型连锁餐饮企业面对农产品供应商会有更高的议价能力，从而进一步降低采购成本。

然而，对于一些特殊的食材或相对稀缺的食材，市场上优质且有一定规模的供应商可能相对比较少。这种情况下，供应商的议价能力可能会大幅升高。在这种情况下，有些规模较大的企业可能同上游供应商达成长期合作的关系，甚者通过对上游产业链的垂直整合，来保障稳定的食材供应。

人工：

中国餐饮行业的劳动力供应相对充足，餐饮行业门店服务人员的薪资水平普遍偏低。然而，随着消费者对餐饮门店服务的要求越来越高，优秀的餐饮门店管理和服务型人才也变得更为抢手。

因此，优秀的餐饮企业必须通过有效的激励手段（包括更高的薪资水平、更好的员工福利、更合理的工时安排等）来留住餐饮管理人才，同时激励门店员工为顾客提供更优质的服务。

另外，为了减轻员工对门店带来运营负担，一些大型的餐饮企业也在积极的寻求提升员工工作效率，引入临时工机制，从而降低员工成本在收入中的占比。

租金：

租金很大程度上取决于门店所处的位置。高线城市的租金可能远高于低线城市，而地处市中心商圈或大型商场的门店租金可能远高于普通商区或住宅区。

然而，当餐饮企业自身品牌力足够强并自带引流能力时，其在出租方面前的议价能力将大幅提升，并有望在谈判中达成较低的租金水平。所以，餐饮企业的品牌力对其在租金方面的议价能力起到至关重要的作用。

餐饮行业制胜的关键是什么？

在社交媒体极为发达、信息爆炸的今天，餐饮企业想要短期实现爆红并非难事。但想要在竞争激烈的中国餐饮行业长久地生存下去，并长期保持盈利和竞争力是一件非常困难的事情。

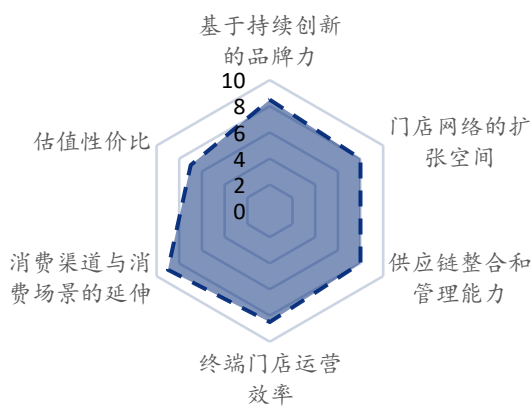
疫情之前，市场相对更关注餐饮企业的品牌热度与店铺扩张速度。通常，只要在社交媒体具有较高热度且持续开店的餐饮企业都能够获得市场的青睐。然而疫情过后，市场对餐饮行业的投资情绪也变得更加更为理性，相对更加关注企业的长期盈利能力。

我们认为，除了美味的菜品、新鲜的食材与优质的服务等基本条件，一家优秀且具有增长潜力的连锁餐饮企业必须还要拥有以下能力，才能在激烈的行业竞争中保持竞争力、扩大市场规模、同时保持一定的盈利水平，实现可持续的发展。

- (1) 基于持续创新的品牌力；
- (2) 门店网络的扩张的空间；
- (3) 供应链整合和管理能力；
- (4) 终端门店运营效率；
- (5) 消费渠道与场景的延伸。

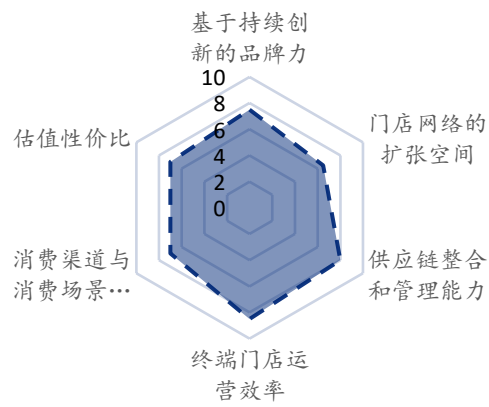
我们综合比较了所覆盖的餐饮企业能力及估值评估如下：

图表 24：百胜中国



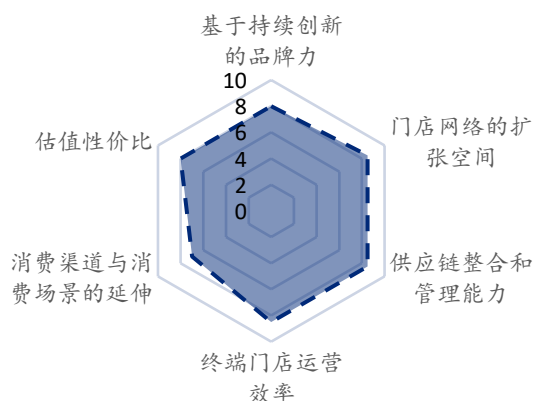
资料来源：浦银国际

图表 25：海底捞



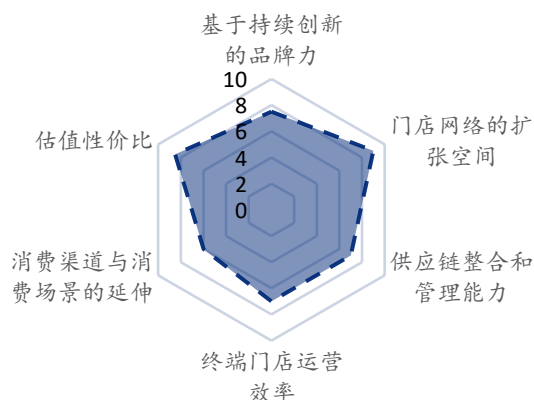
资料来源：纽约时报、浦银国际

图表 26：九毛九



资料来源：浦银国际

图表 27：特海国际



资料来源：纽约时报、浦银国际

● 基于持续创新的品牌力

餐饮企业对品牌力与知名度的打造是餐饮玩家将菜品与服务转化为客流与收入不可或缺的要素，也是餐饮企业做大做强的重要一步。在市场竞争激烈、产品同质化严重的餐饮行业，餐饮企业对品牌形象的塑造能够提升餐饮企业的附加值，从而帮助企业吸引更多的消费者。

近年来，不少中国餐饮企业都试图通过持续的创新为品牌带来记忆点和突破口，希望与竞争对手形成差异化竞争，从而迅速建立品牌的知名度。这些创新包括新奇有趣又吸睛的菜品、差异化的服务、极具特色的餐厅设计、有辨识度的品牌名称与品牌标识等。

图表 28：品牌商标：太二



资料来源：太二官网、浦银国际

图表 29：菜品：肯德基肉霸堡



资料来源：肯德基微博、浦银国际

图表 30：装修：文和友



资料来源：文和友微博、浦银国际

图表 31：服务：海底捞美甲



资料来源：纽约时报、浦银国际

另外，社交媒体在消费者中的高度普及也大幅加快了餐饮品牌的传播速度。许多年轻消费者热衷于将自己的就餐体验在社交媒体上与人分享，其中不乏一些名人。这也使一些餐饮品牌得以迅速爆红，甚至成为“网红”品牌。因此，利用社交媒体来迅速打开品牌知名度也是现在许多餐饮企业采取的重要市场营销策略。一旦餐厅在社交媒体上建立起知名度以后，又会吸引到更多的年轻人来打卡，形成良性循环。

图表 32：小红书上年轻人打卡海伦司



海伦司！氛围超好，超适合年轻人的社交空间

资料来源：小红书、浦银国际

图表 33：小红书上怂火锅推荐



杭州首家帅哥边唱边跳火锅店🔥！给我火🔥

资料来源：小红书、浦银国际

然而，以上这些策略虽然能为餐饮品牌在较短的时间里带来一定的知名度，但却无法长期维系餐饮企业的品牌力。

在我们看来，打造一个餐饮品牌长期竞争力的最高境界是塑造品牌特有的个性、文化与内涵，并将其与顾客的生活态度与价值观产生连接，从而在精神层面与消费者产生共鸣，成为消费者生活的一部分，最终建立起巨大的消费者粘性与品牌护城河。星巴克就是其中非常成功的案例。

图表 34：星巴克马克杯收藏



资料来源：小红书、浦银国际

图表 35：欧美明星手持星巴克杯

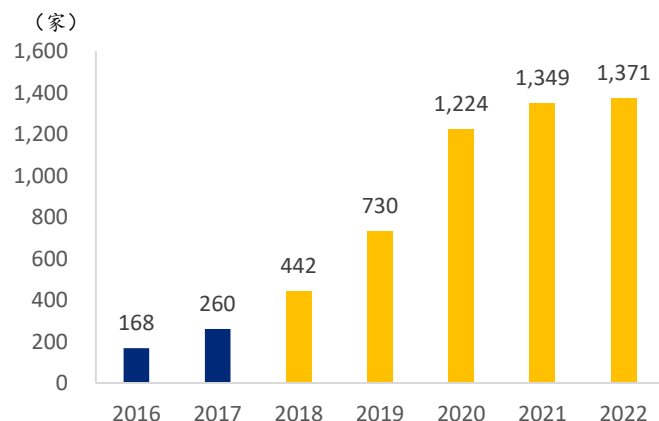


资料来源：搜狐、浦银国际

● 门店网络的扩张空间

餐饮企业想要扩大收入规模，最直接的途径就是通过店铺的扩张覆盖更多的市场，形成连锁经营。处于店铺高速扩张阶段的餐饮品牌，通常能够收获资本市场更大的青睐与更高的估值水平。这也是为什么大部分中国餐饮企业在上市前后几年间都会选择大幅的增加店铺数量。

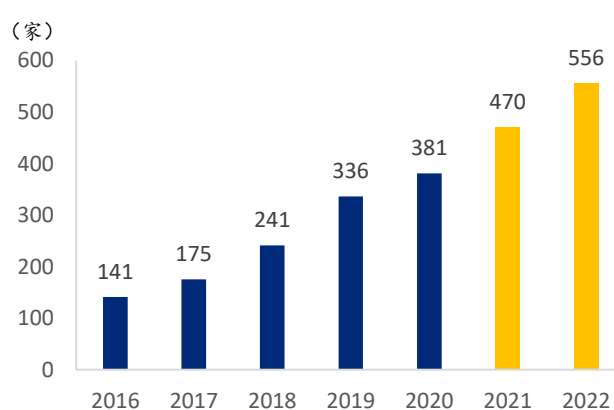
图表 36：海底捞店铺数



注：上市后店铺数以黄色标识，剔除港澳台以外的海外门店。

资料来源：公司数据、浦银国际

图表 37：九毛九店铺数



注：上市后店铺数以黄色标识。

资料来源：公司数据、浦银国际

然而，连锁餐饮企业通过开店来实现全国化扩张是有较高的门槛的。我们认为餐饮企业要想实现门店网络的区域性扩张并成为全国连锁餐饮品牌，至少需要符合以下几个条件：

(1) 强大的品牌力与市场需求

餐饮企业在同一区域的门店加密要求餐饮品牌在特定区域具有较大的市场需求，而跨区域的扩张则要求餐饮品牌在不同的区域市场都具有较强的品牌知名度与影响力。无论是同一区域的门店加密还是跨区域的门店扩张，都是基于较强的品牌力与市场需求。

(2) 口味具有高普适性

餐饮企业所处赛道对其扩张空间具有较大影响。通常来说，在全国各个区域都具有较高接受度的赛道（比如火锅和西式快餐）更加容易实现连锁化的扩张，而具有明显地域特色的菜肴则相对较难实现全国化的扩张。

(3) 较强的本地化能力

即使对于像火锅和西式快餐这样具有普适性的餐饮赛道，不同区域的消费者对它们的口味依然具有不同的偏好性，而对价格的承受能力更是不尽相同。对于想要跨区域扩张的餐饮企业，在产品与价格上要学会变通，在不影响品牌形象的情况下，尽可能去迎合本地消费者的消费习惯和需求。

图表 38：肯德基在四川推出的撸串桶



资料来源：肯德基微博、浦银国际

图表 39：肯德基推出热干面早餐



资料来源：肯德基微博、浦银国际

(4) 跨区域多门店的经营管理能力

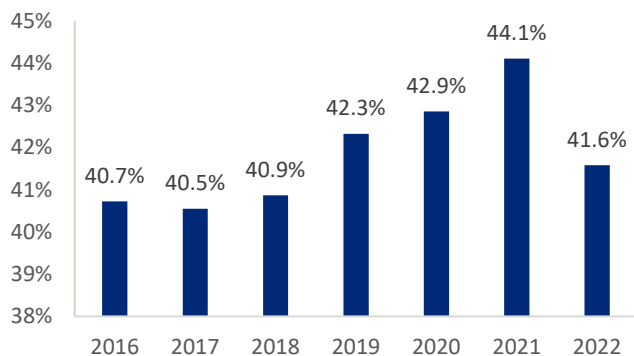
跨区域连锁经营的餐饮企业需要借助数字化工具，对各个店铺的运营情况进行监督，从而保证每个店铺的产品与服务质量。另外，跨区域连锁餐饮也对供应链提出更高要求。

如果无法满足以上条件，盲目的店铺扩张往往伴随着服务质量、客户体验及平均单店客流的下降，最终导致盈利水平的恶化。

● 供应链整合和管理能力

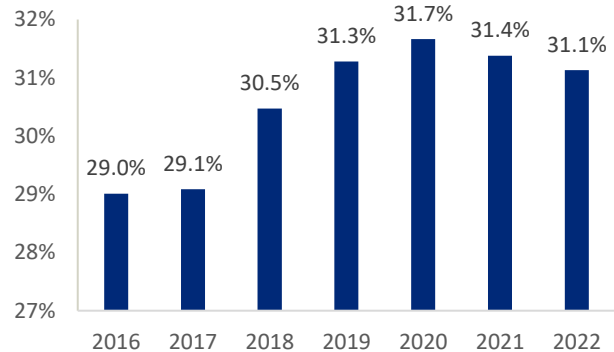
原材料在餐饮企业的运营成本中占了非常大的比例，同时食材的新鲜度也对食物最终的口味起着至关重要的影响。也就是说，餐饮企业对供应链的管控能力不仅影响其产品质量与口碑，还影响着企业的盈利能力。

图表 40：海底捞原材料占收入比例



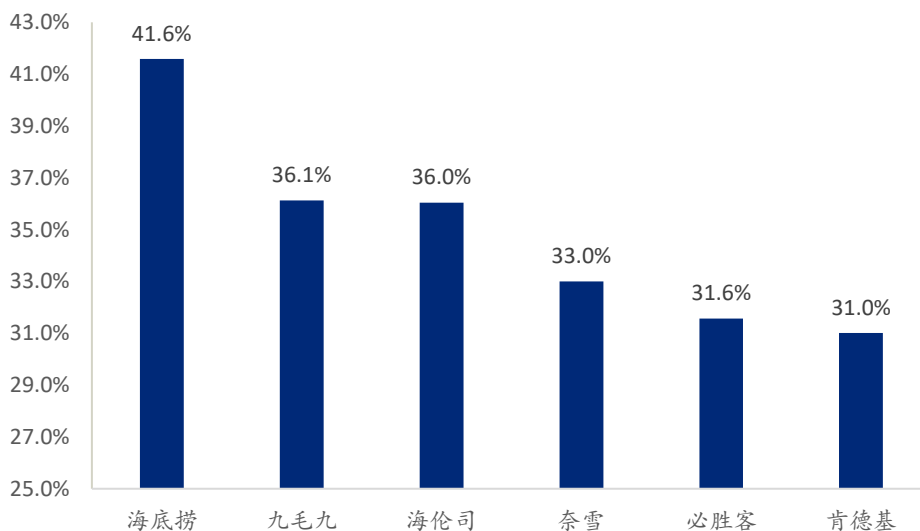
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 41：百胜原材料占收入比例



资料来源：公司数据、浦银国际

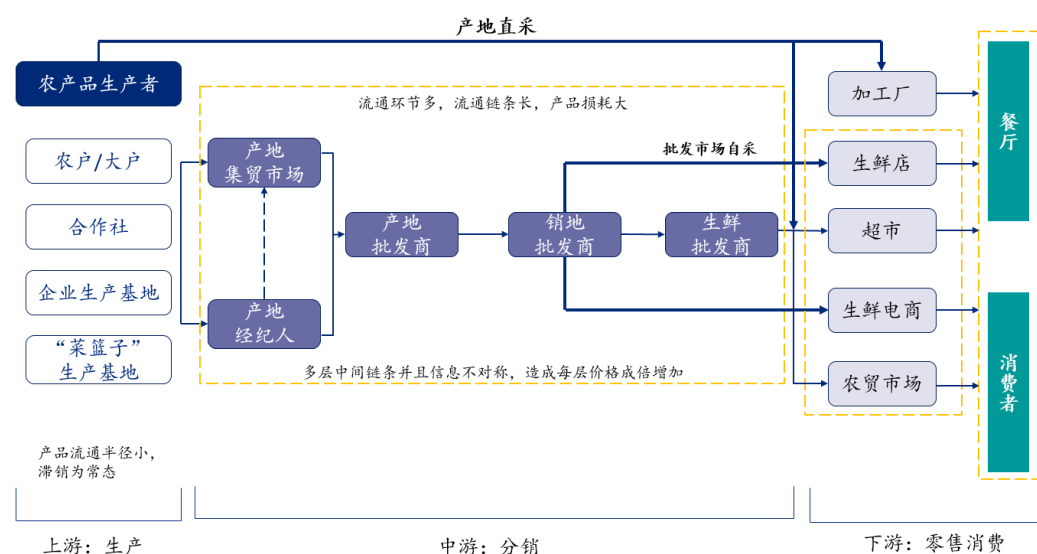
图表 42：各餐饮企业原材料占收入比例比较，2022



资料来源：公司数据、浦银国际

在中国，传统农产品与生鲜的流通要经过产地收购、中间运输、市场批发及终端零售等环节，整体流通链条比较长，导致加价率比较高，变相加大了终端消费者的采购价格。

图表 43：农产品生鲜流通链条



资料来源：公司数据、浦银国际

近几年，随着物流水平的大幅提升，规模餐饮企业对原材料的采购链条实现了大幅缩短。我们总结，规模较大的餐饮企业主要会通过以下三种方式来提升供应链效率，从而降低采购成本：

- （1）跳过批发环节，从上游养殖企业或农场进行直接采购（直采），从而大幅缩短采购的中间环节，大幅降低采购成本。不少连锁餐饮企业会集中从产地对原材料进行采购，凭借较大的采购量来加大对上游养殖企业与农场的议价能力。
- （2）通过自建上游养殖基地、或对上中游垂直供应链进行整合（收购上游农场、鱼塘等），尽可能加大对原材料的自给率，从而减小原材料价格波动对公司成本与毛利率的影响，同时保证了原材料的新鲜度。

九毛九就是其中很好的一个例子。九毛九通过与两家鲈鱼供应商成立合营公司，共同进行鲈鱼的养殖，九毛九鲈鱼的自给率在 2022 年中期已经达到 40%，未来目标达到 80%。

- （3）从专业餐饮供应链企业进行采购。这些供应链企业通常具有自己的加工中心、仓储中心、中央厨房等设施。通过农场直采、严格的品控以及自有或第三方物流资源，向连锁餐饮企业提供高效的食材配送服务。

中国目前专业的餐饮供应链企业主要包括以下三种：

- 可提供各类原材料的综合性餐饮供应链企业（代表：蜀海）；
- 依托互联网的 B2B 供应链电商（代表：美菜网）；
- 聚焦某一细分领域或单一品类的垂直餐饮供应链企业（代表：锅圈食汇、信良记）。

图表 44：蜀海供应链



资料来源：蜀海公众号、浦银国际

图表 45：锅圈食汇



资料来源：锅圈官网、浦银国际

● 终端门店运营效率

除了原材料以外，餐饮企业的另外两大运营成本分别是人工和租金，而这两者主要来自于餐饮终端门店。因此，终端门店的运营效率对餐饮企业的盈利水平有着至关重要的作用。

人工成本：

我们认为对餐饮公司来说，降低人工成本主要有两种措施：(a) 菜品与服务标准化，(b) 通过科技手段来降低人工成本。

(a) 菜品与服务标准化

人工成本主要来自于餐厅的后厨以及前台服务人员。前者是菜品质量的保障，后者是服务质量的保障。我们认为，若要在不降低菜品与服务质量的基础上减少人工成本，最关键的因素是使菜品和服务标准化。

菜品与服务标准化很大程度上取决于所处的餐饮赛道。相比传统中餐，快餐和火锅等赛道在标准化方面具有先天的优势。比如肯德基、麦当劳及星巴克等连锁快餐店，它们本身所提供的产品与服务都是高度标准化的，因此单店所需要的人工成本远小于全服务类的餐饮企业。

目前，餐饮企业实现菜品标准化比较常用的措施就是采用中央厨房模式。公司在中央厨房里按比例对菜品的食材与配料进行精准量化，然后将处理后的半成品配送往各个连锁店铺。而终端店铺只需对菜品稍微加工就能直接上桌。有不少餐饮企业（尤其是快餐或者是以大单品为主的餐饮模式）目前都已开始采取中央厨房模式来实现菜品标准化，从而大幅降低了店铺的后厨规模。

图表 46：中央厨房的照片



资料来源：Food Kitchen 网站、浦银国际

(b) 通过科技手段来降低人工

不少中国餐饮企业已经开始通过引入科技手段来赋能终端店铺的运营，从而提高店铺的运营效率。

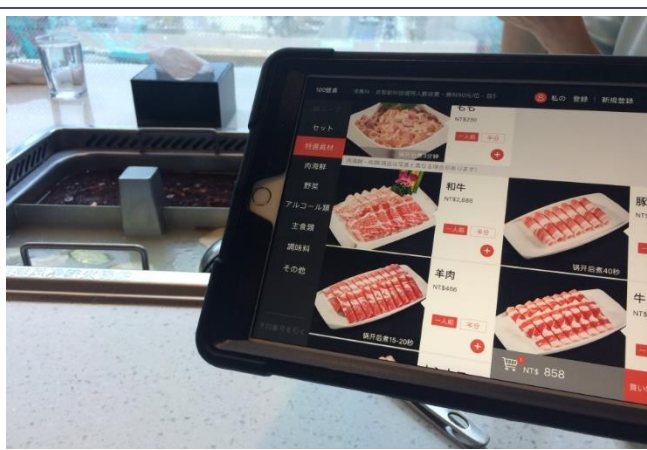
举例来说，肯德基与麦当劳等快餐连锁已经开始使用自动点单及支付系统来取代人工下单与结账的过程，消费者也可以在海底捞使用平板电脑里安装的点单系统来自助完成下单。

图表 47：肯德基自动点单及支付系统



资料来源：搜狐、浦银国际

图表 48：海底捞平板电脑里的点菜系统



资料来源：搜狐、浦银国际

一些餐饮企业甚至已经将机器人带入终端店铺来代替后厨以及前台的部分人工工作。海底捞就是其中典型的例子。

图表 49：海底捞后厨人工臂



资料来源：央视网、浦银国际

图表 50：海底捞前台送菜机器人



资料来源：海底捞官网、浦银国际

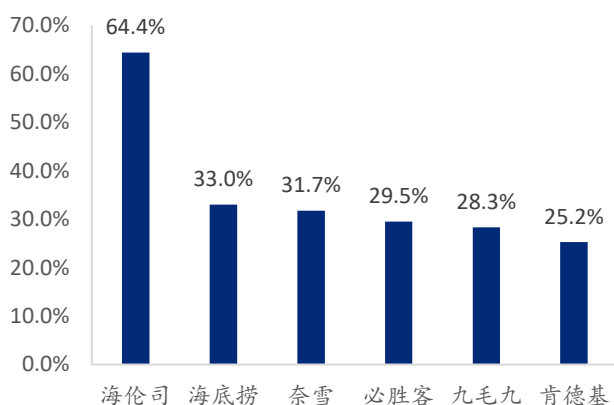
租金成本：

餐饮企业的租金成本在很大程度上取决于企业对房东的议价能力，而这又很大程度上取决于餐饮企业的品牌力。

品牌力强的餐饮企业具有较强的聚客能力，能够为所处的百货商场或购物中心带来客流。因此，出租方会有较强的意愿提供较低的租金来吸引品牌力强的餐饮企业入驻。

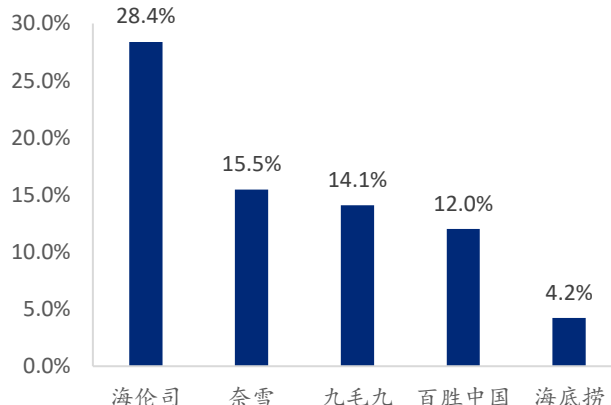
比较典型的例子就是海底捞。凭借其较强的品牌力与引流能力，海底捞 2022 年的租金占收入的比例只有 4.2%，远低于行业其他对手。

图表 51：各餐饮企业人工成本占收入比例比较，2022



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 52：各餐饮企业租金成本占收入比例比较，2022



资料来源：公司数据、浦银国际

● 消费渠道与消费场景的延伸

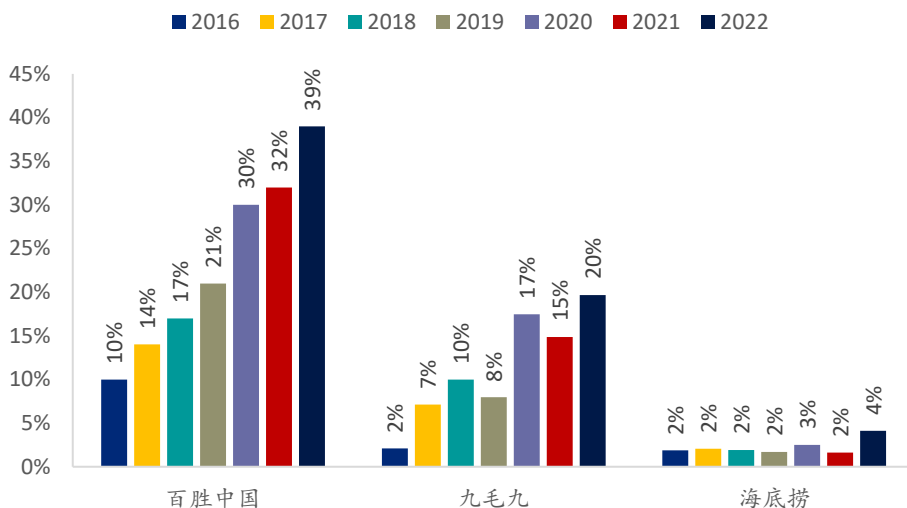
在餐饮企业间竞争愈演愈烈的当下，餐饮企业不仅仅要发挥供应链优势，纵向拓展产业结构，同时也需要横向延伸产品服务种类，开发消费场景，为公司运营创造新动力。目前餐饮企业的延伸品类主要以外卖和开发自有零售品牌为主。

百胜中国早在 2001 年就已开始布局旗下主要品牌的外卖业务，并在 2010 年设立肯德基自有外卖平台，提升外卖能力、产品品质和外卖服务质量。截至 2021 年末，肯德基及必胜客在中国的 10,523 家门店中超过 8,900 家门店提供外卖服务，占比约 85%。

随着 2020 年疫情暴发，门店客流急速下降，外卖对餐饮企业收入的补充更为显著。以海底捞为例，疫情期间，海底捞针对客群特性，推出适应各类居家人群的外卖套餐，如针对一人食的“青年套餐”，获得了年轻消费者的青睐，带动海底捞在这艰难的时期，弥补堂食业务锐减带来的巨大冲击。

各餐饮企业的外卖业务比重也在疫情期间取得较大的增长，尤其是在疫情较为严重的 2020 年，百胜中国、海底捞和九毛九的外卖业务占比分别提升 9%、0.8%、及 9.5%，均大幅高于往年的增长。

图表 53：百胜中国、海底捞及九毛九的外卖业务收入比重



资料来源：公司数据、浦银国际

在疫情防控措施较为严格时期，火锅和其他餐饮企业发现消费者对生鲜、蔬菜等未经加工的菜品需求的急迫性，也纷纷推出除火锅外卖之外的，生鲜类产品外卖。在为消费者提供便利之外，也为餐饮企业在此期间减少库存、缩小亏损，弥补不能堂食时间里盈利下降的负面影响。

疫情更是改变了消费者的消费习惯，消费者在家下厨习惯和在家聚餐的需求与日俱增。为了满足消费者需求，众多餐饮企业逐渐覆盖全场景的消费产品，如预制菜、软饮料等零售产品，利用品牌热度，打通线上线下渠道，拓宽销售场景。

图表 54：喜茶伊比利西柚绿妍果汁饮料



资料来源：喜茶微博、浦银国际

图表 55：海底捞半成品菜品



资料来源：开饭了官微、浦银国际

估值与目标价

连锁餐饮企业相对资本开支较高，资产较重。通常来说，新开餐厅的固定资产折旧远大于开业多年的老店。为了排除餐厅的固定资产折旧对估值的影响，我们使用 EV/EBITDA 对餐饮企业进行估值，并用 DCF 进行验证。

我们以四大国际连锁餐饮集团的平均估值水平作为参考标准（当前交易在 17 倍 2024E EV/EBITDA）。

百胜中国：考虑到百胜中国强大的品牌力与管理能力，我们用 13x 2024 年 EV/EBITDA（国际餐饮企业平均估值水平 25%的折扣）进行估值最终得到美股 77.2 美元与港股 601.8 港元的目标价（相当于 30x 2024E P/E），潜在升幅分别为 29.2%及 24.9%。给予“买入”评级。

海底捞：海底捞虽然规模优势明显，但品牌发展趋势和开店空间存疑。我们用 11x 2024E EV/EBITDA（接近国际餐饮企业平均估值水平 35%的折扣）进行估值最终得到 24.9 港元的目标价（相当于 24x 2024E P/E），潜在升幅 13.2%。给予“持有”评级。

九毛九：考虑到九毛九相对更大的扩张空间以及多品牌布局初见成效，我们用 14.5x 2024E EV/EBITDA（接近国际餐饮企业平均估值水平 15%的折扣）进行估值最终得到 18.8 港元的目标价（相当于 27x 2024E P/E），潜在升幅 21.9%。给予“买入”评级。

特海国际：考虑到公司发展还处在起步阶段，尚未形成规模效应，我们用 11x 2024 年 EV/EBITDA（与海底捞同样的估值倍数）对特海进行估值，得到 21.1 港元的目标价（相当于 28x 2024E P/E），潜在升幅 31.1%。给予“买入”评级。

图表 56：覆盖中国餐饮企业总结

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价发布日期
YUMC.US Equity	百胜中国	59.8	买入	77.2	2023 年 7 月 31 日
9987.HK Equity	百胜中国	481.8	买入	601.8	2023 年 7 月 31 日
6862.HK Equity	海底捞	22.0	持有	24.9	2023 年 7 月 31 日
9658.HK Equity	特海国际	16.1	买入	21.1	2023 年 7 月 31 日
9922.HK Equity	九毛九	15.4	买入	18.8	2023 年 7 月 31 日

注：截至 2023 年 7 月 31 日午市收盘价

资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 57：中国及国际餐饮企业的估值

股份代号	公司名称	股价 (LC)	市值 (百万美元)	PE (x)			EPS 增速			EV/EBITDA		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
MCD.US Equity	麦当劳	294.0	214,670	25.8	23.8	21.9	13.0	8.2	8.5	18.3	17.0	16.0
YUM.US Equity	百胜餐饮集团	136.9	38,355	26.8	23.2	20.4	13.5	15.3	13.9	19.6	17.8	16.2
SBUX.US Equity	星巴克公司	101.3	116,073	29.6	24.8	21.2	15.5	19.5	17.1	18.1	15.7	14.0
QSR.US Equity	Restaurant Brands Internatioal	76.9	34,986	24.5	22.6	20.3	0.0	8.3	11.1	18.8	17.5	16.2
国际餐饮企业平均值				30.2	25.0	22.0				18.6	16.8	15.5
YUMC.US Equity	百胜中国	59.8	24,936.8	27.7	23.3	20.4	105.1	19.2	14.3	12.5	10.7	9.5
9987.HK Equity	百胜中国	470.0	25,151	28.0	23.5	20.5	105.1	19.2	14.3	12.6	10.8	9.6
6862.HK Equity	海底捞	19.5	13,925	30.4	23.5	20.1	96.0	29.3	17.1	13.7	11.8	10.6
9658.HK Equity	特海国际	14.8	1,175	31.6	15.8	12.2	N/A	100.0	29.2	9.3	6.7	5.5
9922.HK Equity	九毛九	14.6	2,716	33.3	20.9	15.5	740.6	59.6	34.7	13.8	9.5	7.4
9869.HK Equity	海伦司	8.3	1,349	25.5	16.1	12.4	235.5	58.4	30.5	11.9	8.4	6.8
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.4	1,197	29.3	13.8	9.5	163.0	112.4	45.4	8.0	5.3	3.9
520.HK Equity	呷哺呷哺	4.2	589	15.1	9.5	7.0	176.6	59.0	36.6	4.5	3.5	3.1
中国餐饮企业平均值				28.5	22.8	19.6				12.6	10.6	9.4

注：截至 2023 年 7 月 28 日，E=Bloomberg 预测

资料来源：Bloomberg，浦银国际

风险提示

1. 餐饮行业竞争加剧；
2. 居民消费力进一步衰退；
3. 新进玩家对现有玩家造成较高威胁；
4. 外出就餐的场景被替代；
5. 地缘政治恶化带来的风险。

百胜中国 (YUMC.US/9987.HK): 兼具 确定性与成长性的中国餐饮领军者

作为中国收入规模最大的餐饮企业,百胜中国以独家运营和授权经营权经营着肯德基和必胜客两大国际餐饮品牌。我们认为,公司能够常年保持其行业领先地位,离不开公司强大的运营管理能力。与此同时,我们相信百胜中国长期依然有不小的增长空间可供挖掘。我们首次覆盖百胜中国 (YUMC.US/9987.HK), 首予“买入”评级。

- 四大核心竞争力保驾护航:** 在强大运营管理能力的基础上,百胜中国建立起了四大核心竞争力:(1) 强大又与时俱进的营销能力使品牌热度常年高于对手,(2) 持续的产品创新与积极的本土化为消费者带去持久的新鲜感,(3) 发达的店铺网络有利于多业态(包括外卖与零售)的发展,提供便捷的同时拓展了消费场景,进一步占领消费者心智,(4) 较高的口味接受度、优质的就餐体验与高性价比的产品使其拥有广泛的受众群体。这些核心竞争力为百胜中国的业绩表现提供了强大的保障,也使其同店销售能够在疫情后迅速反弹。
- 未来成长性不可小觑:** 不同于市场上许多质疑的声音,我们认为百胜中国无论是内生增长还是外源式扩张都有不小的想象空间。内生增长方面,肯德基在中国低线城市的渗透率依然较低,基于较高的品牌力与性价比,未来开店空间依然较大。另外,公司不断通过数字生态系统的打造来推动店效和同店销售的增长。外源扩张方面,公司致力于通过收购或合资来拓展品牌矩阵。截至 2022 年底,公司目前账面净现金达 31.5 亿美元(收购黄记煌仅用 1.85 亿美元)。充足的资金水平与健康的现金流为公司未来外源式扩张提供了丰富的弹药。
- 估值与评级:** 我们用 EV/EBITDA 对餐饮企业进行估值,并用 DCF 进行验证。考虑到百胜中国强大的品牌力与管理能力,我们用 13x 2024 年 EV/EBITDA (国际餐饮企业平均估值水平 25% 的折扣) 进行估值最终得到美股 77.2 美元与港股 601.8 港元的目标价(相当于 30x 2024E P/E),潜在升幅分别为 29.2% 及 24.9%。首予“买入”评级。
- 投资风险:** (1) 餐饮行业竞争加剧;(2) 消费力进一步衰退;(3) 地缘政治恶化带来的风险。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万美元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9,853	9,569	11,270	12,489	13,447
同比变动 (%)	19.2%	-2.9%	17.8%	10.8%	7.7%
股东应占净利	990	444	927	1,088	1,215
同比变动 (%)	26.3%	-55.4%	109.6%	17.4%	11.7%
PE (X)	6.3	7.2	3.4	2.9	2.6
EV/EBITDA(X)	17.5	18.3	11.7	9.6	8.7
ROE (%)	7.9%	6.6%	13.6%	14.3%	14.4%

资料来源: 公司报告、浦银国际

2023 年 7 月 31 日

百胜中国 评级

YUMC.US
买入

目标价 (美元)	77.2
潜在升幅/降幅	+29.2%
目前股价 (美元)	59.8
52 周内股价区间 (美元)	38.6-64.7
总市值 (百万美元)	24,937
近 3 月日均成交额 (百万美元)	96.3

市场预期区间



百胜中国 评级

9987.HK
买入

目标价 (港元)	601.8
潜在升幅/降幅	24.9%
目前股价 (港元)	481.8
52 周内股价区间 (港元)	298.0-513.3
总市值 (百万港元)	200,939
近 3 月日均成交额 (百万港元)	120.2

市场预期区间



股价相对表现



注: 截至 2023 年 7 月 31 日午市收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

浦银国际

首次覆盖

百胜中国 (YUMC.US/9987.HK)

财务报表分析与预测 - 百胜中国

利润表

(百万美元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9,853	9,569	11,270	12,489	13,447
同比	19.2%	-2.9%	17.8%	10.8%	7.7%
营业成本	-7,734	-7,829	-8,614	-9,516	-10,268
毛利润	2,119	1,740	2,657	2,974	3,179
毛利率	21.5%	18.2%	23.6%	23.8%	23.6%
管理费用	-564	-594	-635	-685	-723
加盟费用	-64	-34	-37	-42	-45
其他经营收入及收益	-105	-483	-700	-758	-763
经营利润	1,386	629	1,284	1,490	1,648
经营利润率	14.1%	6.6%	11.4%	11.9%	12.3%
财务费用	60	84	89	113	142
其他营业外收入	-54	-26	0	0	0
利润总额	1,392	687	1,372	1,602	1,790
所得税	-369	-207	-371	-426	-476
所得税率	-26.5%	-30.1%	-27.0%	-26.6%	-26.6%
净利润	1,023	480	1,002	1,176	1,314
减：少数股东损益	33	36	75	88	99
归母净利润	990	444	927	1,088	1,215
归母净利率	10.0%	4.6%	8.2%	8.7%	9.0%
同比	26.3%	-55.4%	109.6%	17.4%	11.7%

资产负债表

(百万美元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,136	1,130	1,739	2,879	4,105
短期投资	2,860	2,022	2,200	2,200	2,200
应收款项	67	64	124	137	147
存货	432	417	354	391	422
预付款及其他流动资产	221	307	300	300	300
流动资产合计	4,716	3,940	4,716	5,907	7,174
固定资产	2,251	2,118	2,265	2,237	2,190
商誉	2,142	1,988	1,988	1,988	1,988
使用权资产	2,612	2,219	1,998	1,821	1,679
无形资产	272	159	152	145	138
附属机构投资	292	266	266	266	266
递延所得税资产	106	113	100	100	100
其他非流动资产	832	1,023	1,023	1,023	1,023
非流动资产合计	8,507	7,886	7,792	7,579	7,385
应付票据及应付账款	830	727	713	787	850
租赁负债	508	448	448	448	448
资本性支出	269	181	181	181	181
应付人工成本及福利	283	285	285	285	285
合同负债	182	182	182	182	182
累计营销费用	71	72	72	72	72
应付税款	51	68	68	68	68
其他流动负债	189	203	203	203	203
流动负债合计	2,383	2,166	2,152	2,226	2,289
租赁负债	2,286	1,906	1,906	1,906	1,906
资本性租赁负债	40	42	30	30	30
其他负债	592	552	490	490	490
非流动负债合计	2,918	2,500	2,426	2,426	2,426
股本	3,896	4,394	4,394	4,394	4,394
储备	3,160	2,088	2,783	3,599	4,511
可赎回股本	14	12	12	12	12
少数股东权益	852	666	741	829	928
所有者权益合计	7,922	7,160	7,930	8,834	9,844

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万美元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,023	478	1,002	1,176	1,314
固定资产折旧	516	602	580	670	601
使用权资产折旧	424	435	471	427	391
闭店及减值费用	34	32	30	33	36
转加盟收益	0	0	0	0	0
递延税务	160	-20	13	0	0
附属机构收入	-12	7	0	0	0
股权激励支出	41	42	0	0	0
金融工具估值	53	26	0	0	0
存货的减少	-16	-19	63	-37	-31
经营性应收项目的减少	-33	206	-53	-13	-10
经营性应付项目的增加	-343	-380	-14	75	62
税务费用	-26	25	0	0	0
其他	-690	-21	0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	1,131	1,413	2,092	2,330	2,363
资本开支	-689	-679	-720	-635	-548
投资支付的现金和结构性存款	269	176	-178	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金	-115	-23	0	0	0
其他	-320	4	-280	-283	-286
投资活动产生的现金流量净额	-855	-522	-1,178	-918	-833
资本性租赁负债支付的现金	-7	-2	-12	0	0
出售股份收取现金	-75	-466	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-203	-202	-232	-272	-304
其他	-28	-61	-62	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-313	-731	-306	-272	-304
外汇损益	15	-53	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	-37	47	609	1,141	1,226
期初现金及现金等价物余额	1,158	1,136	1,130	1,739	2,879
期末现金及现金等价物余额	1,136	1,130	1,739	2,879	4,105

财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据 (美元)					
摊薄每股收益	1.2	1.0	2.2	2.6	2.9
每股销售额	22.7	22.5	26.9	29.8	32.1
每股股息	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
同比变动					
收入	19.2%	-2.9%	17.8%	10.8%	7.7%
经营溢利	44.2%	-54.6%	104.1%	16.0%	10.6%
归母净利润	26.3%	-55.4%	109.6%	17.4%	11.7%
费用与利润率					
毛利率	21.5%	18.2%	23.6%	23.8%	23.6%
经营利润率	14.1%	6.6%	11.4%	11.9%	12.3%
归母净利率	10.0%	4.6%	8.2%	8.7%	9.0%
回报率					
平均股本回报率	7.9%	6.6%	13.6%	14.3%	14.4%
平均资产回报率	8.5%	3.8%	8.2%	9.0%	9.4%
资产效率					
应收账款周转天数	3.1	3.0	4.0	4.0	4.0
库存周转天数	17.9	19.0	15.0	15.0	15.0
应付账款周转天数	32.8	33.7	30.2	30.2	30.2
财务杠杆					
流动比率 (x)	2.0	1.8	2.2	2.7	3.1
速动比率 (x)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
现金比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3
负债/权益	66.9%	65.2%	57.7%	52.7%	47.9%
估值					
市盈率 (x)	6.3	7.2	3.4	2.9	2.6
市销率 (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
股息率	6.3%	6.3%	7.3%	8.5%	9.5%
EV/EBITDA (x)	17.5	18.3	11.7	9.6	8.7

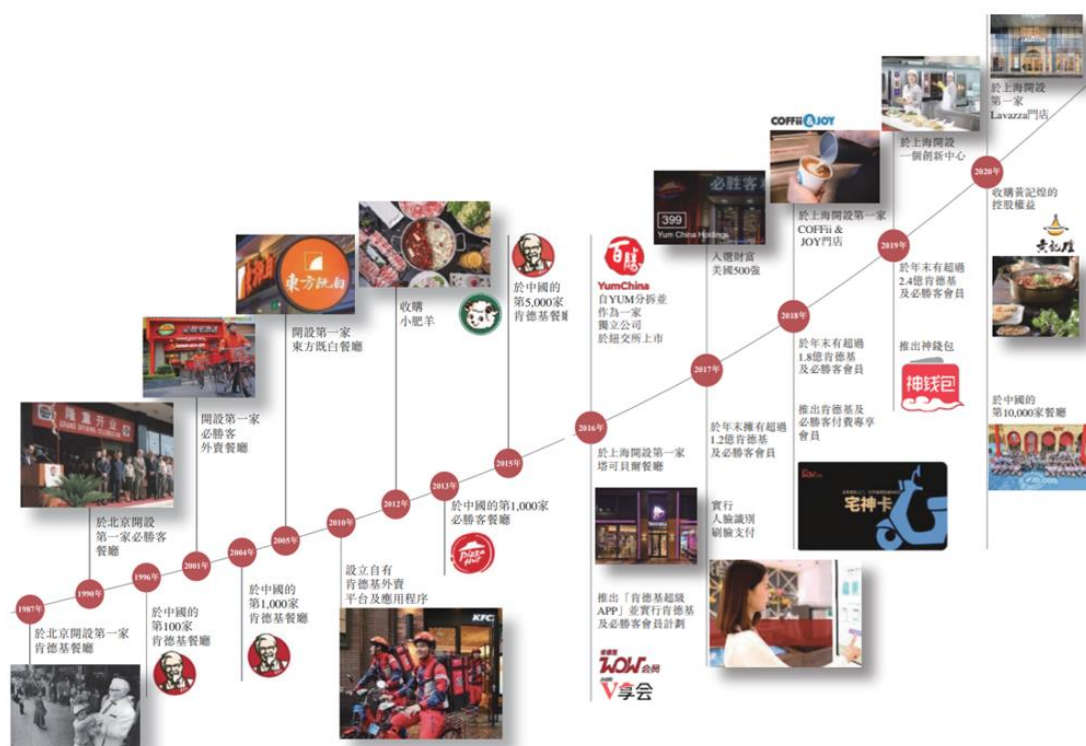
百胜中国(YUMC.US/9987.HK): 兼具确定性与成长性的中国餐饮领军者

四大核心竞争力带来强大的业绩确定性

百胜中国的前身是 Yum! Brands 的中国事业部。百胜中国 2016 年 11 月从 Yum! Brands 分拆出来并在纽约证券交易所独立上市(股票代码: YUMC.US), 后又在 2020 年 9 月在香港主板第二上市(股票代码: 9987.HK)。

尽管百胜中国在中国市场拥有肯德基、必胜客和塔可钟等海外餐饮品牌在中国的独家运营和授权经营权, 但百胜中国与 Yum! Brands 之间并没有股权的从属关系。换言之, 百胜中国是一家深耕中国市场的中国餐饮企业。这一特性很大程度上降低了百胜中国潜在的地域和政治风险。

图表 2: 百胜中国大事记



資料來源: 公司資料、浦銀國際整理

自从于 1987 年在中国北京开了第一家肯德基餐厅, 公司在中国的业务持续扩张。时至今日, 百胜中国通过原有业务的不断拓展以及外延式收购, 已经发展成为中国销售额最大的零售餐饮企业, 并同时覆盖西式快餐(肯德基、塔可钟)、西式全服务餐饮(必胜客)、火锅(小肥羊、黄记煌)、咖啡(LAVAZZA)等多种业态。

图表 3：百胜中国目前旗下主要品牌

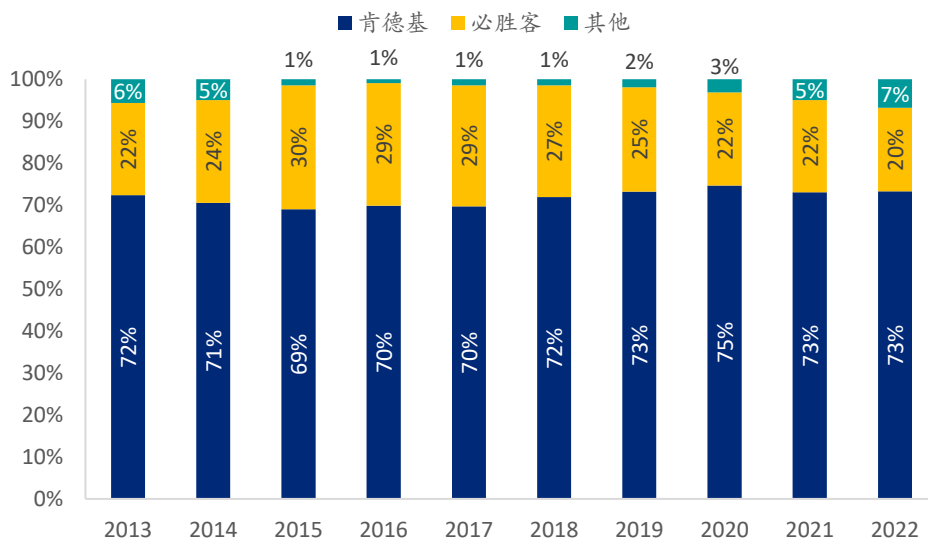
品牌	肯德基	必胜客	小肥羊	黄记煌	塔可钟	Lavazza
						
餐厅类型	西式快餐	西式休闲餐饮	特色火锅	火锅、焖锅	墨西哥快餐	西式休闲餐饮
目标客群	年轻客户	家庭、年轻客户	家庭、年轻客户	年轻客户	年轻客户	家庭、年轻客户
品牌餐厅数量	自营：8,214 加盟店：880	自营：2,760 加盟店：143	180+	590+	90+	85

注：截至 2022 年末数据。

资料来源：公司资料、浦银国际整理

肯德基与必胜客无疑是百胜中国旗下最重要的两大餐饮品牌，两者在 2022 年分别贡献了公司 73%与 20%的收入。

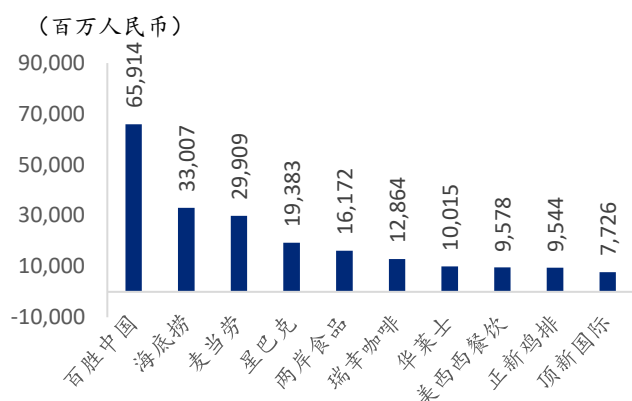
图表 4：百胜中国旗下各品牌收入占比，2012-2022



资料来源：公司资料、浦银国际整理

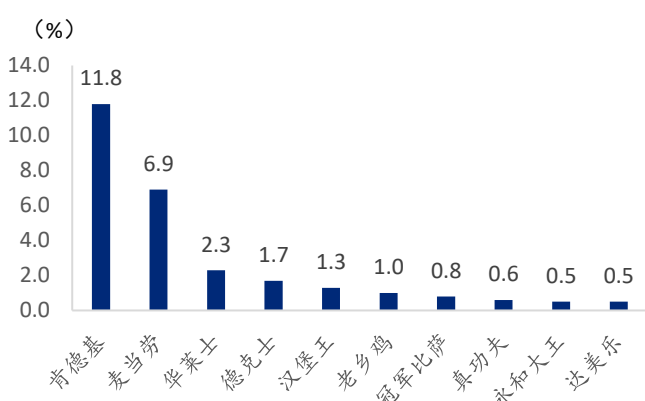
根据 Euromonitor 数据，百胜中国 2022 年餐饮收入达到 659 亿元，远超海底捞 330 亿元的收入规模。旗下肯德基品牌 2022 年在连锁快餐行业的市占率达到 11.6%，高于第二名麦当劳的 6.9%。

图表 5: 中国排名前十餐饮企业的收入对比, 2022



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

图表 6: 中国排名前十连锁快餐品牌的市占率比较, 2022



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

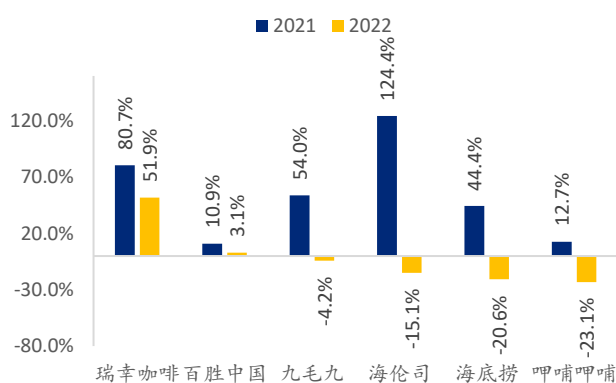
我们认为, 百胜中国能在过去 30 多年里达到现在的行业地位, 离不开以下四个强大护城河的帮助:

- (1) 强大的品牌力与认知度;
- (2) 一流的产品创新与本土化能力;
- (3) 发达的线下门店网络与外送能力;
- (4) 广泛的受众群体与巨大的下沉空间。

以上四点共同确立了公司的核心竞争优势, 使公司在复杂多变的运营环境中具有较强的韧性以及灵活性。这种韧性与灵活性最终为公司的盈利带来很强的确定性。

回顾过去两年 (2021-2022 年), 在餐饮行业受到疫情严峻挑战的情况下, 百胜中国是为数不多收入 (不含汇率影响) 始终保持正增长的餐饮企业, 也是为数不多始终保持盈利的餐饮企业之一, 足见百胜中国强大的运营和管理能力。

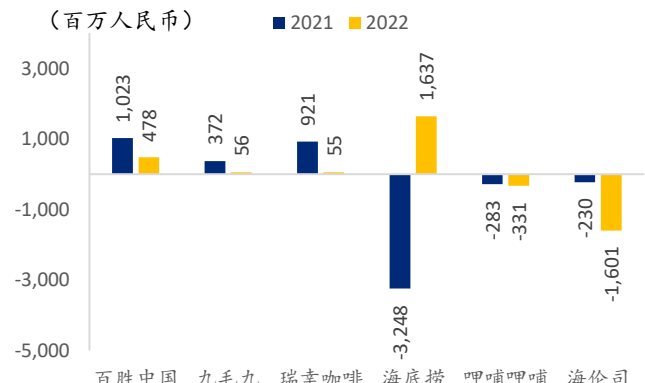
图表 7: 2021-2022 年各餐饮企业收入同比增速



注: 百胜中国收入不含汇率影响。

资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 8: 2021-2022 年各餐饮企业净利润



资料来源: 公司数据, 浦银国际

(1) 强大的品牌力与认知度

经过 30 多年在中国市场的深耕，肯德基与必胜客分别在西式快餐以及西式休闲餐厅领域成长为家喻户晓的品牌，也是细分领域不可动摇的行业领军者。它们亲民的品牌形象早已深入人心，为无数中国消费者带去美味安全的食物以及轻松快乐的就餐体验。

在中国餐饮连锁品牌中，肯德基与必胜客长期都名列前茅。在强大的品牌力基础上，消费者对肯德基与必胜客的品牌认知度不断提升。肯德基与必胜客也逐渐成为了很多消费者日常生活不可或缺的餐饮选择，拥有较强的品牌忠诚度。

图表 9: 肯德基品牌形象



资料来源：肯德基官微，浦银国际

图表 10: 必胜客品牌形象



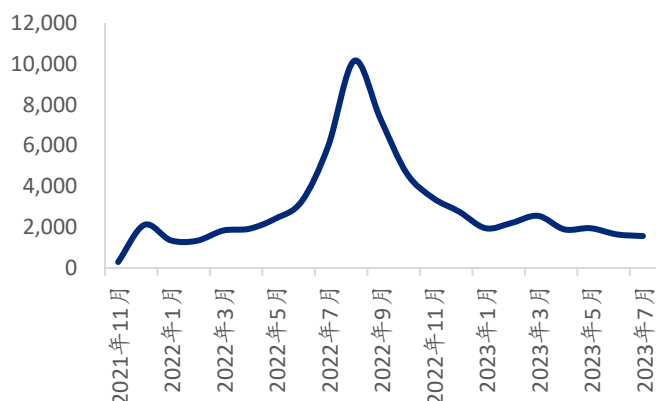
资料来源：必胜客官微，浦银国际

尽管在各自的细分赛道已经占据领先地位，百胜旗下两大品牌近年来依然试图在互联网与社交媒体上加大营销力度，希望继续提升自己在消费者心中的品牌力。

以肯德基的“疯狂星期四”为例，其最初只是肯德基在 2018 年推出的促销活动之一（每周四针对部分产品提供较大的优惠促销），却在疫情期间成为年轻人在互联网上自我娱乐与狂欢的载体。很多年轻人每周四都会自发的在社交媒体上以肯德基疯狂星期四为主题创作文案，发布“疯四文学”。

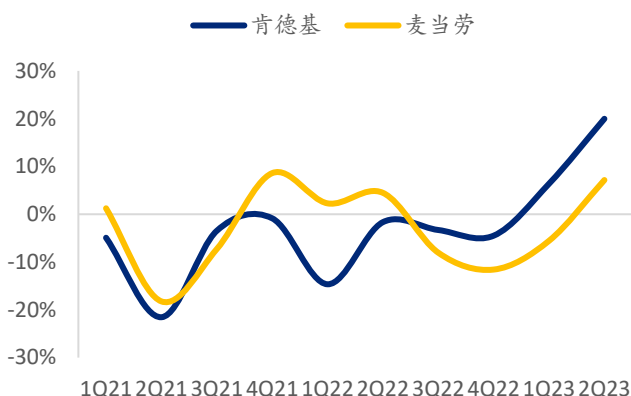
在肯德基官方顺水推舟认证这些文案并举办“疯四文学盛典”以后，疯狂星期四相关的话题在微博、小红书等社交媒体上创下了巨大的阅读量和讨论量。这无形之中为肯德基带来巨大的流量，也增加了消费者对肯德基的复购率。

图表 11: 疯狂星期四百度指数



注：数据截至 2023 年 7 月 23 日；资料来源：百度指数，浦银国际

图表 12: 肯德基及麦当劳百度指数增速变化，2021-2Q23



注：数据截至 2023 年 6 月末；资料来源：百度指数，浦银国际

图表 13: 微博上肯德基疯狂星期四话题关注度



资料来源：微博，浦银国际

图表 14: 小红书上疯狂星期四发帖



资料来源：小红书，浦银国际

(2) 一流的产品创新与本土化能力

在竞争激烈的餐饮行业里，产品的持续创新无疑是维持企业竞争力的关键。而百胜中国相较竞争对手，在创新产品的研发方面无疑具有较强的实力。

持续不断的产品创新使肯德基与必胜客能够不断为消费者带去新鲜感，维持自己在消费者心中的地位，从而在面对同业竞争的时候立于不败之地。

我们认为百胜中国在产品研发上的成功主要归功于两点：（1）产品和口味的本土化，（2）紧跟餐饮行业风向。

产品和口味本土化：

肯德基无疑是产品本土化做的最好的西式餐饮企业之一。自从肯德基在 2003 年推出了老北京鸡肉卷以来，肯德基在本土化菜品研发上煞费苦心，满足消费者多元化的需求。

考虑到中国幅员辽阔以及各地区消费者在饮食习惯上的差异，百胜中国因地制宜，针对当地市场推出富有中国特色及地方特色的中式菜品。比如，在川渝地区推出的川香撻串桶，上海地区推出的早餐粥类、油条菜饭，以及广东地区推出双皮奶甜品等。

在西式菜单的基础上，这些高度本土化的中式产品使肯德基的产品更加多元化，同时兼顾了快餐高效的供应形式，为消费者带来不同的快餐体验，因此一上市就收获了消费者的青睐。

图表 15: 肯德基老北京鸡肉卷



资料来源：肯德基会员官方旗舰店，浦银国际

图表 16: 肯德基双皮奶



资料来源：肯德基官微，浦银国际

肯德基甚至注册了“开封菜”商标，专门用于推出具有非常强本土化口味的包装速食产品。肯德基正式在 2020 年 10 月上市鸡胸肉、螺蛳粉、鸡汤等预制食品，消费者可以在部分城市的肯德基 APP 上订购，在家自行加热后就可以食用。

但这仅仅满足了消费者在快节奏的社会中对于一顿便捷餐饮的需求。肯德基更是在 2021 年端午节推出端午家宴系列，拓宽对消费者不同需求的覆盖范围。

图表 17: 肯德基“开封菜”螺蛳粉



资料来源：肯德基官微，浦银国际

图表 18: 肯德基“开封菜”端午家宴



资料来源：肯德基小程序，浦银国际

紧跟餐饮行业风向：

除了本土化以外，百胜中国也善于紧跟餐饮行业的风向，捕捉餐饮热点，不断推出与时下最流行的餐饮趋势相结合的创新性产品，从而吸引具有猎奇心理的年轻消费者。

小龙虾的热潮席卷全国的时候，肯德基适时地将原有产品与网红餐饮的代表小龙虾进行了创新叠加，推出小龙虾烤鸡堡。另外，在人造肉面世不久，引起全网讨论的时候，肯德基又推出了植培黄金鸡块以及植世代牛肉汉堡，满足消费者尝鲜、追求潮流的需求。

百胜中国旗下另一王牌必胜客也善于捕捉潮流热点。当榴莲与食物的新式结合越发深入的时候，必胜客先是推出季节限定榴莲披萨，并在观察到消费者对这一产品的热爱后，将其加入到永久菜单。

图表 19: 肯德基小龙虾烤鸡堡



资料来源: 肯德基官微, 浦银国际

图表 20: 必胜客榴莲比萨



资料来源: 必胜客官微, 浦银国际

(3) 发达的店铺网络

随着在中国的知名度不断提升以及产品受到众多消费者的肯定, 肯德基与必胜客在中国的门店网络不断扩张和下沉。

目前, 肯德基无疑是中国销售额最大, 门店最多的餐饮品牌。截至 2021 年 9 月底, 肯德基在中国 1500 多个城市运营超过 6700 家店。

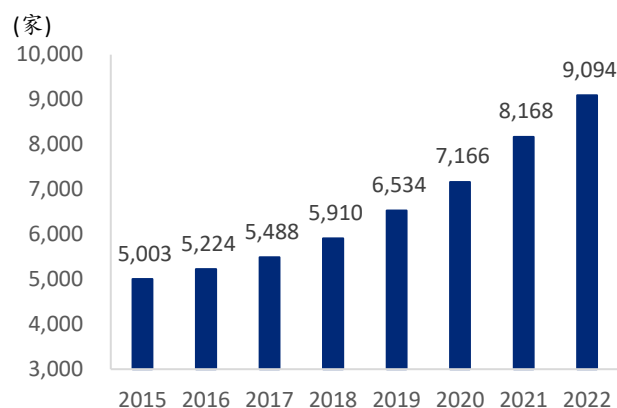
图表 21: 肯德基门店分布地图, 2021



资料来源: 公司资料、浦银国际整理

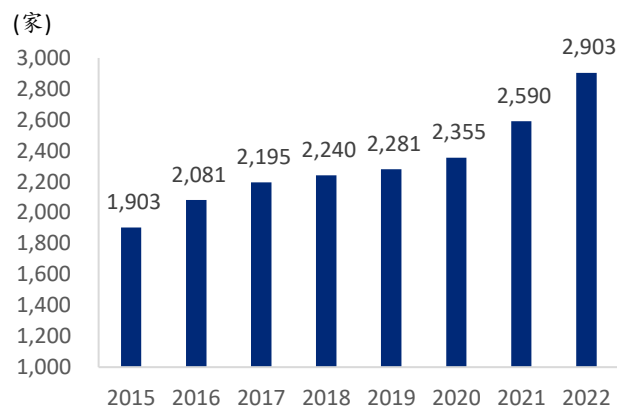
必胜客的销售额目前在全服务餐厅中排名第二（仅次于海底捞），但其餐厅数多于海底捞，在行业中名列前茅。截至 2021 年 9 月，必胜客在中国超过 500 个城市拥有 2200 家店铺。

图表 22: 肯德基餐厅数



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 23: 必胜客餐厅数



资料来源：公司数据，浦银国际

发达的线下门店网络在以下几个方面对公司的业务发展起着重要的作用，成为公司面对同业竞争时重要的护城河。

更高的可获取性：肯德基与必胜客不断在高线城市加密。无论是购物商场、大卖场还是交通枢纽都可以看到肯德基的门店。发达的门店布局为消费者提供了很强的可获取性，使其成为消费者最方便、快捷、安全且具有高性价比的就餐选择。

占领消费者心智：肯德基与必胜客出现在消费者日常生活的各个角落。这进一步增强了品牌的曝光度，帮助品牌牢牢抓住了消费者的心智，使消费者在做出就餐选择的时候，下意识会想到肯德基与必胜客。

消费者大数据的获取：中国不同区域消费者的消费习惯与饮食习惯大相径庭。全国性的门店网络可以帮助公司获取更多消费者数据和信息，增进对不同区域消费者需求的了解，从而帮助公司在产品和服务方面更好地实现本土化。

更高效的外卖服务：更密集的线下门店网络无疑可以支撑更高效的外卖服务。在疫情期间，肯德基与必胜客的外卖服务对总餐厅收入的贡献不断提升，弥补了线下门店客流大幅下降所带来的销售损失。具体可参见下一章节中对于外卖业务的具体介绍。

(4) 广泛的受众群体

肯德基与必胜客两大品牌在中国具有广泛的受众群体。这主要归功于以下三点：

- **口味接受度高：**中国消费者对于以炸鸡和汉堡为代表的西式快餐以及以披萨为代表的休闲西式餐厅都有比较高的接受度。与此同时，两个品牌都持续不断地对菜品和菜单进行创新，来迎合不同消费者对新鲜口味的追求。
- **优质的品牌形象与就餐环境：**从品牌定位来看，肯德基与必胜客亲民但又不廉价的品牌形象以及干净的就餐环境使其能够被不同层级的消费者所接受和喜爱。无论是高线城市的消费者还是低线城市的消费者对肯德基与必胜客都有较强的消费意愿。
- **亲民的价格定位：**肯德基与必胜客在提供高质量产品的同时也兼具较为亲民的价格。无论是富裕阶层还是普通城镇居民，肯德基与必胜客都能提供性价比较高的产品。

广泛的受众群体也为肯德基与必胜客向低线城市渗透提供了基础和保障，也让我们看到公司持续扩张的可能性。对此，我们将在后续做进一步讨论。

未来成长性依然不可小觑

市场上不少声音认为，由于百胜在中国市场已经具有较大的门店网络和销售规模，因此相比其他餐饮企业，百胜未来的成长性相对较弱。然而，我们并不同意这种观点。

考虑到百胜中国旗下两大品牌在消费者心目中极高的知名度以及公司本身强大的本土化能力和标准化运营能力，我们认为百胜在中国市场潜在的扩张和发展潜力依然非常大，而且这种增长潜力具有较高的确定性。

我们认为，百胜中国未来增长的主要驱动力来自于以下三方面：

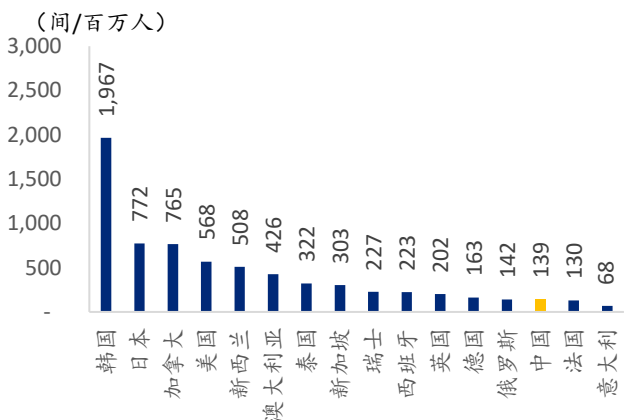
- (1) 店铺网络的持续扩张和下沉；
- (2) 数字化与外卖助力店效持续提升；
- (3) 多品牌缔造第二增长曲线。

(1) 店铺网络的持续扩张和下沉

根据 Euromonitor 的数据以及我们自己的计算，中国每百万人所拥有的连锁快餐店数只有 139 家，不仅低于美国、加拿大，更远低于日韩的水平。而中国连锁快餐店铺分布较不均衡，高线城市的连锁快餐店铺密度远高于低线城市。这表示中国低线城市的连锁快餐渗透率实际上远低于 139 家的平均水平。

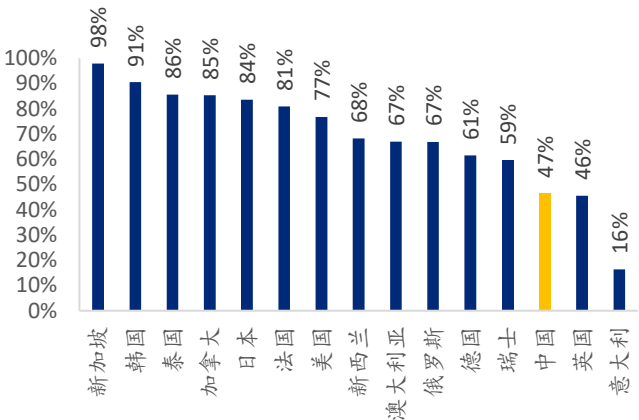
同时，连锁快餐仅占中国整体快餐行业收入的 47%，远低于欧美发达国家与日韩等经济较为发达的亚洲经济体。

图表 24: 不同国家连锁快餐的渗透率比较，2022



资料来源：Euromonitor，World Bank，浦银国际

图表 25: 连锁快餐占整体快餐行业收入的比例，2022



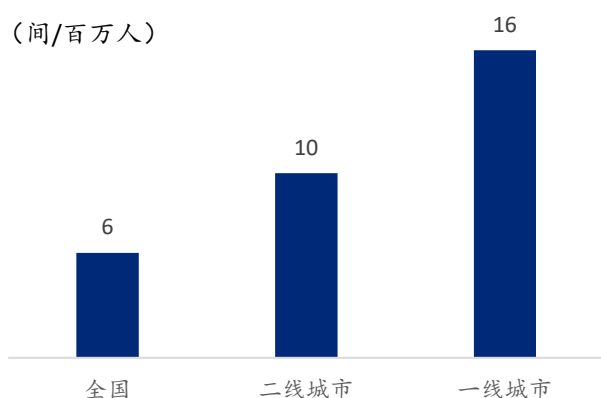
资料来源：Euromonitor，浦银国际

正如我们在行业分析中所提到的，相比独立快餐店，连锁快餐店在中国提供了更高品质的食物、更标准化的服务与更卫生的就餐环境。随着中国消费者的食品安全意识不断提升，消费者对安全、卫生又方便的连锁快餐品牌的偏好有望持续增强。这都将推动中国连锁快餐行业的渗透率持续提升。

作为中国连锁快餐行业的领头羊，肯德基在中国的渗透率依然较低。根据我们的计算，中国每百万人只拥有 6 家肯德基店铺，低于美国的 12 家和日本的 9 家。如果将肯德基在中国的渗透率对标美国和日本，则意味着中国肯德基餐厅数要达到 16,596 家和 13,361 家。

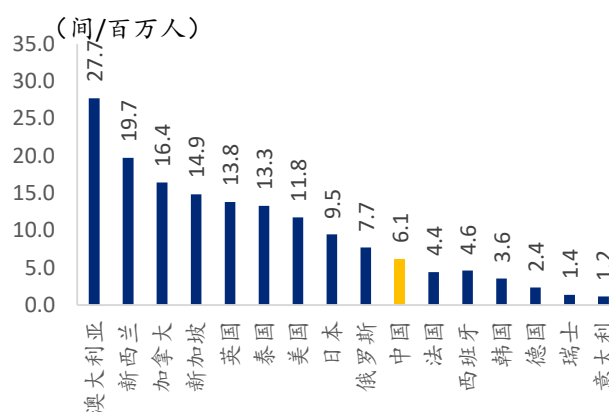
值得注意的是，肯德基大部分的现有店铺依然位于高线城市，而在低线城市的店铺铺设率依然非常低。我们测算，肯德基在一线城市的渗透率为每百万人 15 家门店，而在全中国渗透率只有 5 家。这意味着肯德基在中国（尤其是在低线城市）依然有一定的扩张空间。

图表 26: 肯德基在中国不同层级城市的渗透率, 2022



资料来源：公司数据，浦银国际测算

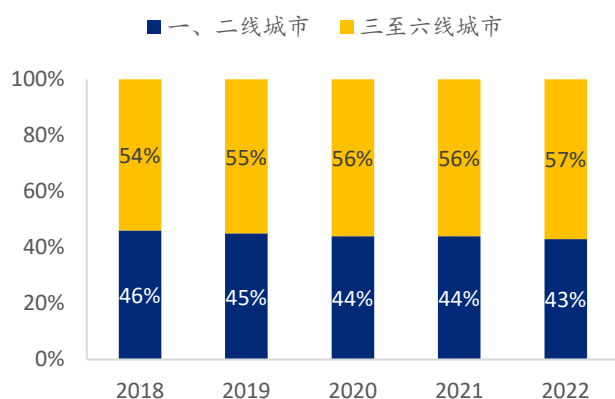
图表 27: 肯德基在不同国家的渗透率比较, 2022



资料来源：Euromonitor，World Bank，浦银国际

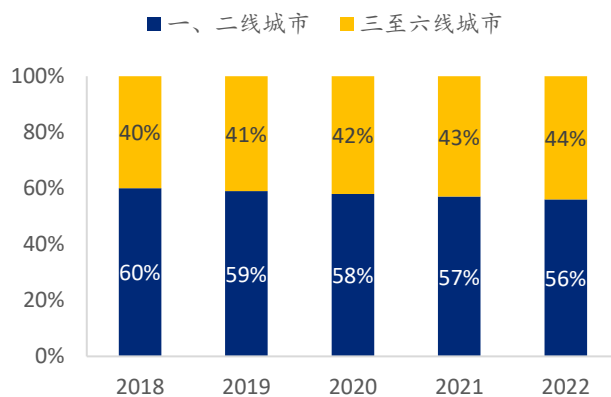
过去几年里，肯德基新开门店持续往低线城市倾斜。在肯德基 2021 与 2022 年的所有新开门店中，分别有 56%和 60%位于三线及以下城市。这也帮助肯德基与必胜客在低线城市门店的占比持续提升。我们相信，向低线城市的渗透依然会是公司未来几年扩张的主要方向。

图表 28: 肯德基在中国不同层级城市门店数占比, 2018-2022



资料来源: 公司数据, 浦银国际测算

图表 29: 必胜客在中国不同层级城市门店数占比, 2018-2022



资料来源: 公司数据, 浦银国际

另一方面, 公司也在积极探索不同的餐饮形式、店铺设计或服务方式来满足消费者在不同消费场景的需求, 比如开在加油站的汽车穿梭餐厅、轻资产模型门店 (围绕大型店铺建立的小型门店) 等。这些新的餐厅模式通常都具有较小的店铺面积, 配以低成本的运营措施, 助力品牌在低线城市更快的下沉以及在高线城市更灵活的加密。

图表 30: 肯德基穿梭餐厅



资料来源: 肯德基官网, 浦银国际

图表 31: 肯德基轻资产模型



资料来源: 搜狐, 浦银国际

公司长期目标整体餐厅数量 (包括肯德基、必胜客及其他品牌) 在未来将达到 20,000 家 (相比 2022 年末 12,947 家)。

(2) 数字化与外卖助力店效持续提升

过去几年里，百胜中国致力于数字生态系统的发展，包括线上社区的打造（会员系统、外卖业务、超级 App 以及不同的线上渠道）以及店铺数字化运营能力的提升（包括自助服务终端、餐桌点单/排队系统、无人贩卖机等）。

图表 32：百胜中国数字生态系统



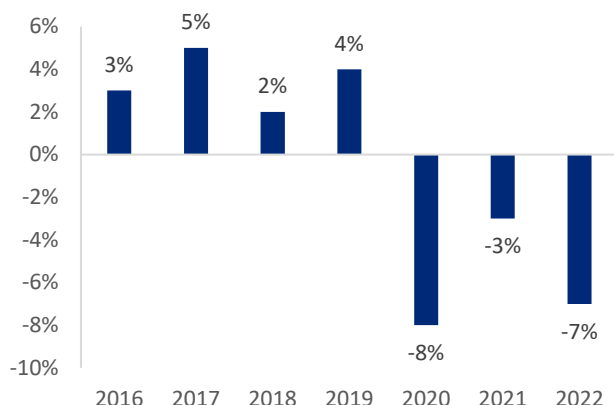
资料来源：公司资料、浦银国际

数字生态系统的发展主要从以下几个方面促进公司业绩的增长：

- 外卖对消费场景的拓展与延伸；
- 线上社区增加客户粘性，驱动消费频次；
- 店铺数字化提升消费体验，降低运营成本。

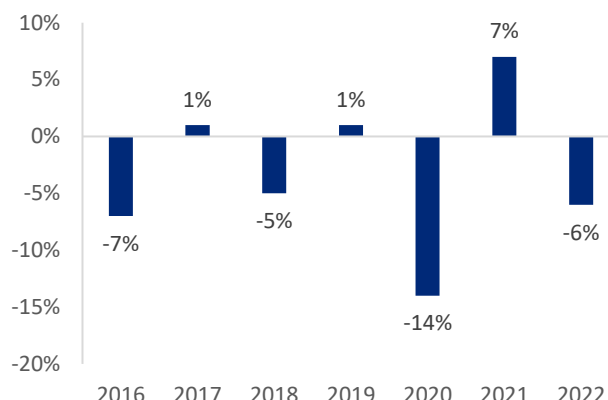
数字化对于百胜中国业绩最大的帮助在于增加消费者的消费频次，从而推动同店销售（same-store sales）水平的提升。在疫情爆发之前，百胜中国整体的同店销售在 2017-2019 连续三年保持正增长。我们认为这很大程度上归功于公司在运营数字化与外卖方面所做的巨大努力。

图表 33: 肯德基同店销售同比增速, 2016-2022



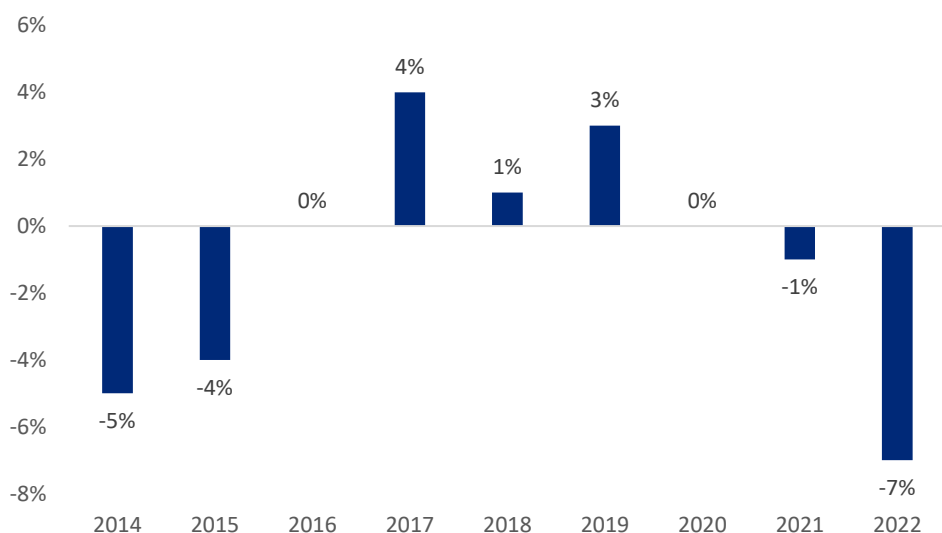
资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 34: 必胜客同店销售同比增速, 2016-2022



资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 35: 百胜中国同店销售, 2014-2022



资料来源: 公司资料, 浦银国际

尽管疫情导致过去三年同店有所下跌, 但我们认为百胜中国数字化运营能力的持续提升会在未来进一步带动公司同店销售水平回到疫情前的水平。

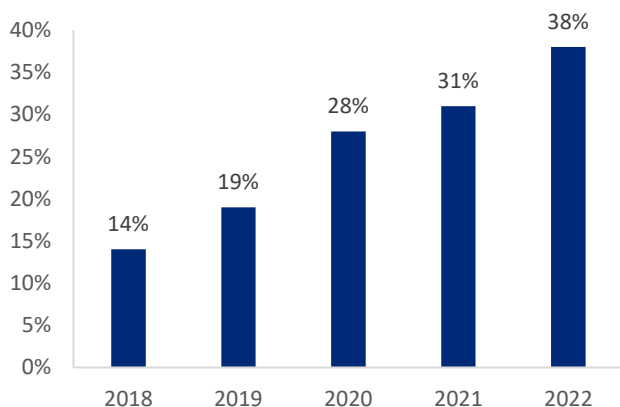
外卖对消费场景的拓展与延伸

作为数字化生态系统重要的组成部分, 外卖业务(宅急送)的发展很大程度上丰富了消费者的消费场景, 实现了对线下门店的拓展和延伸, 从而为公司带来餐厅以外的销售增量。

外卖业务也提升了公司销售的韧性, 在疫情期间很大程度上弥补了线下客流的不足对销售带来的负面影响。

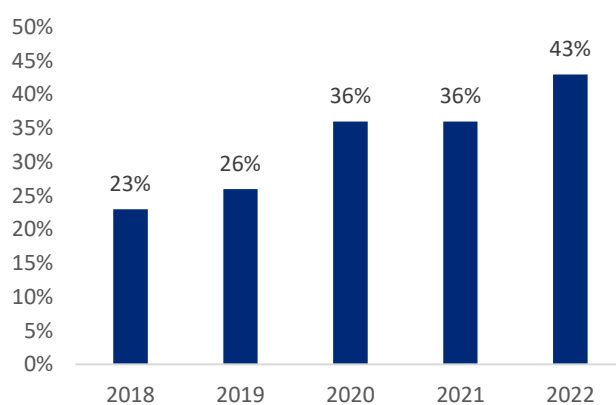
百胜中国的外卖能力在过去几年取得长足进步，外卖销售占比逐年上升。到 2022 年，外卖已经贡献了公司 39% 的系统销售额（相比 2019 年的 21%）。

图表 36: 肯德基外卖占系统销售额比例, 2016-2022



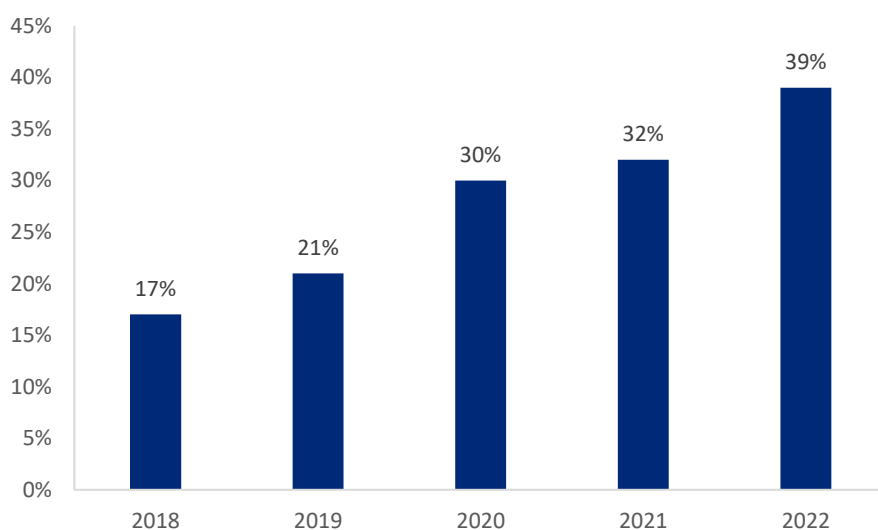
资料来源：公司数据，浦银国际

图表 37: 必胜客外卖占系统销售额比例, 2016-2022



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 38: 百胜中国外卖占系统销售额比例



资料来源：公司资料、浦银国际

我们相信，未来百胜中国外卖能力的进一步升级（包括智能外卖系统的上线以及跨品牌骑手共享）将扩大外卖的覆盖范围、提升外卖的配送效率，从而使外卖业务的收入得到进一步的扩张。

线上社区增加客户粘性，驱动消费频次

在百胜中国的数字化生态系统中，线上社区（online community）在消费者关系维护中扮演了重要的角色。

图表 39：百胜中国会员体系

	肯德基	必胜客
会员积分体系	通过消费、签到等方式积累，可兑换产品、生活好物、影音卡等	
付费会员体系	大神卡：免外送费、早餐和下午茶套餐优惠 	尊享卡：指定注释、咖啡五折、免外送费 
	亲子卡：儿童生日会红包、亲子桶、全家桶、冰淇淋等产品的优惠 	宅享卡：免外送费 
	宅神卡：免外送费 	
	醒神卡：早餐两件套6折优惠 	
	百胜会通吃卡：肯德基、必胜客等品牌的部分产品优惠 	

资料来源：公司资料、浦银国际

公司在 2015 年推出了超级 App，迈出公司全渠道布局的第一步。在 2016 与 2017 年，肯德基与必胜客又分别建立了自己的会员体系。全方位的会员系统不仅拉近了品牌与消费者之间的距离，增加了与消费者的互动，同时在大数据的基础上帮助公司获取消费者画像，从而为消费者提供更精准的优惠服务与产品推送。

图表 40：肯德基会员日优惠



资料来源：肯德基官微，浦银国际

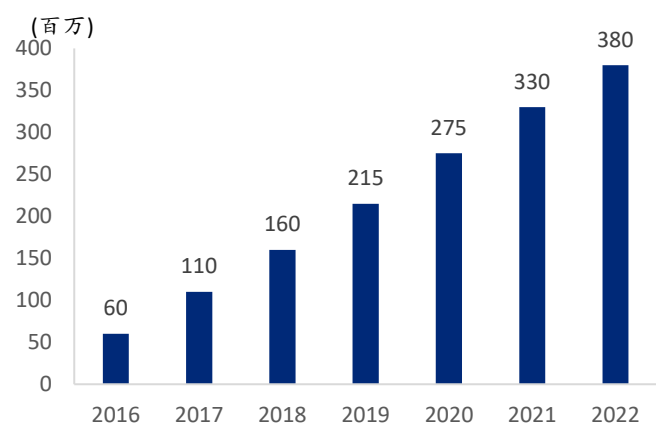
图表 41：肯德基会员专属优惠



资料来源：肯德基官微，浦银国际

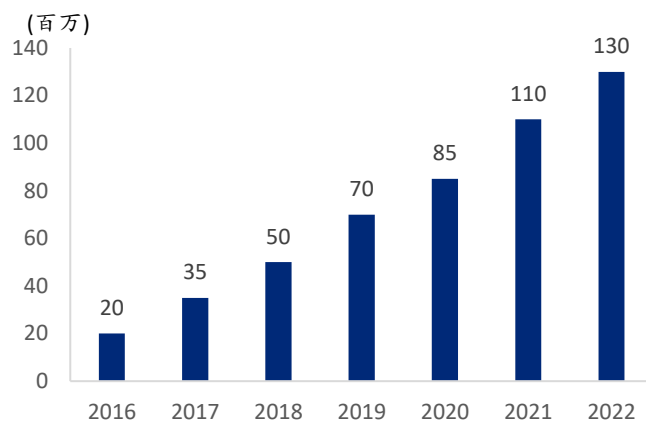
公司旗下两大品牌肯德基与必胜客目前已经拥有庞大的会员规模，且会员数依然在逐年持续增加。随着会员数的不断累积，会员对收入的贡献也不断上升。

图表 42: 肯德基会员数, 2016-2022



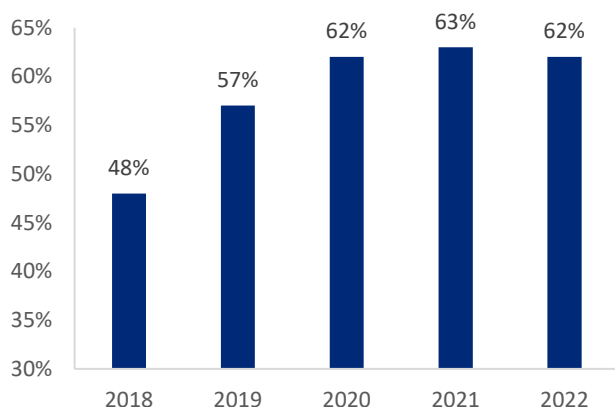
资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 43: 必胜客会员数, 2016-2022



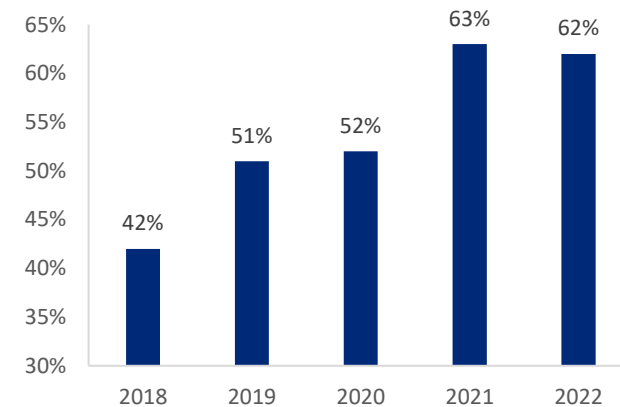
资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 44: 肯德基会员对销售额的贡献, 2018-2022



资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 45: 必胜客会员对销售额的贡献, 2018-2022



资料来源: 公司数据, 浦银国际

我们认为整体来看，会员相比普通客户具有更高的品牌忠诚度与产品复购率。因此，会员数的持续提升无疑将驱动品牌整体消费频次增加，推动同店销售水平的增长。

店铺数字化提升消费体验，降低运营成本

除了外卖与线上社区之外，百胜中国还对餐厅内的用餐体验进行了数字化升级。

早在 2014 年，肯德基就在餐厅中试点推出了自助服务终端系统，允许顾客在餐厅里自己完成点单和付款的流程。截至目前，肯德基的自助服务终端系统已对门店基本全覆盖。与此同时，必胜客推出了餐桌边自助下单系统，受到了消费者的欢迎。这些基于数字化的自助点单和付款系统不但改善了餐厅的客户服务效率，也提升了消费者的就餐体验。

图表 46: 肯德基自助点单机



资料来源：浦银国际

图表 47: 必胜客桌边扫码点餐系统



资料来源：必胜客 APP，浦银国际

另一方面，公司正在创建一个融合自动化、IoT、智慧店等概念的全方位数字化系统来对餐厅运营的各个方面进行赋能，包括对员工的管理、原材料库存的管控、补货量的预测等。我们预计这一系统的上线与全面推广将进一步提升百胜店铺的运营效率，降低店铺运营费用，从而提升公司整体的餐厅利润率。

在 2016-2021 年这五年间，公司收入和总店铺数都有了大幅的增长，但公司员工数却基本没有太大的改变。这很大程度上归功于百胜中国店铺运营效率的提升。

(3) 多品牌缔造第二增长曲线

除了肯德基与必胜客两大主力品牌之外，百胜中国过去 10 多年里也努力通过自创品牌或收购兼并来开拓新的餐饮赛道，这其中主要包括中式连锁火锅及现饮咖啡。

图表 48：百胜收购或自建的非主力品牌

品牌名	第一家中国门店设立时间	餐厅数	收购/自建
塔可钟 	2016年12月	103	百胜集团旗下品牌
小肥羊 	1999年	约180	2011年收购收购
黄记煌 	2004年	约590家	2019年收购
拉瓦萨 	2020年4月	87家	合资开设
烧范儿 	2018年	\	自建
Coffii&Joy 	2018年	\	自建、2022年停止运营
东方既白 	2005年	\	自建、2022年停止运营

资料来源：公司资料、浦银国际

在中式火锅方面，公司早在 2009 年就入股小肥羊，并在 2011 年对小肥羊进行了收购和私有化。在完成对小肥羊的收购以后，公司对小肥羊内部运营和管理进行了改革和优化。然而，一系列改革措施难敌口味的单一和品牌力的老化的致命伤。在火锅赛道新玩家不断涌现的情况下，小肥羊逐渐没落，店数也从 2011 年的 469 家收缩至目前的 175 家。

除小肥羊之外，公司又在 2020 年 4 月完成对黄记煌的收购。相比小肥羊，黄记煌中央厨房及无厨师的运营模式更容易标准化。我们认为，百胜希望将其成熟的标准化经营理念和数字化能力融入黄记煌的店铺运营中，从而帮助黄记煌实现店铺数的迅速扩张以及提升其单店盈利能力。然而，在疫情的挑战下，黄记煌过去两年无论是开店还是客流并无太大起色。

图表 49: 小肥羊的店铺数



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 50: 黄记煌门店

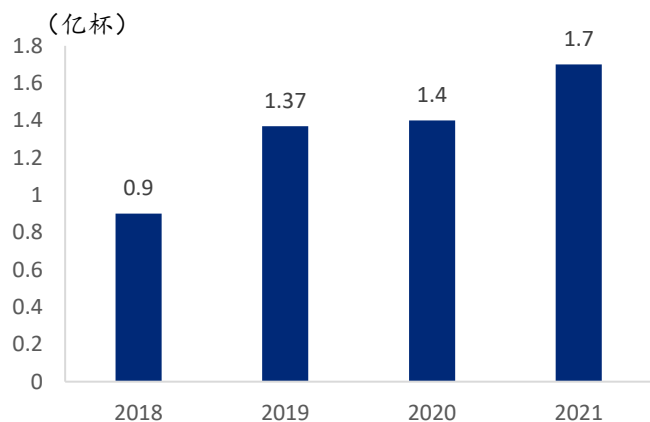


资料来源：公司数据，浦银国际

在咖啡领域，百胜目前的拥有两大咖啡品牌：K Coffee 和 Lavazza。K Coffee 主打便利和性价比，而 Lavazza 则定位精品咖啡，主打高端的消费体验。

K Coffee 是依附于肯德基之上的咖啡品牌，目前已经进驻了肯德基在中国的大部分门店。基于靠肯德基的引流能力以及较高的性价比，K Coffee 销量逐年提升，成功为肯德基带来了额外的销售收入。截至 2023 年一季度，Lavazza 在中国已拥有 87 家门店，并计划到 2025 年将店铺数扩大至 1000 家。

图表 51: K Coffee 出售咖啡杯数



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 52: Lavazza 店铺

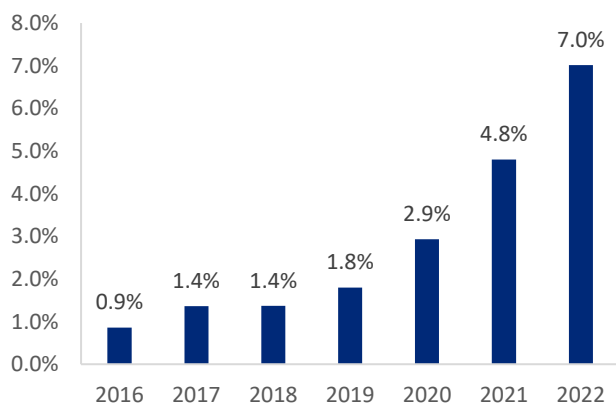


资料来源：百胜中国官网，浦银国际

相比中式火锅，我们相对更看好百胜在咖啡领域的尝试，主要因为（1）咖啡在中国的渗透率依然比较低，市场潜力巨大；（2）尽管中低端和大众咖啡市场的竞争已非常激烈，但高端咖啡市场依然一家独大，未来依然有抢占市场的机会；（3）咖啡更容易标准化，更容易实现盈利。

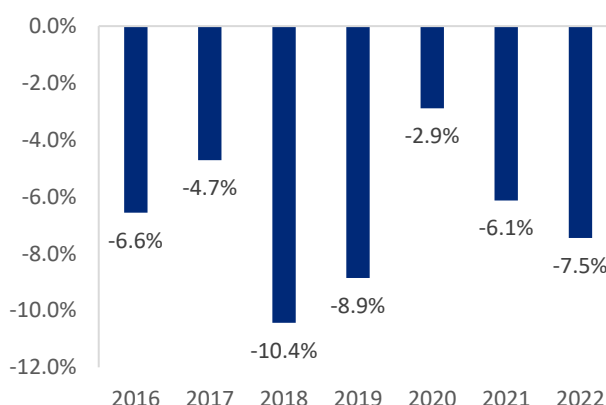
值得一提的是，其他品牌占公司整体收入的比例依然非常低，且常年处于亏损状态。在我们看来，其他业务的成败并不会对公司整体业绩有太大的影响，但公司对于新品牌的积极布局与投入会为公司带来更多的想象空间。

图表 53: 其他品牌的收入占比



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 54: 其他品牌的运营利润率

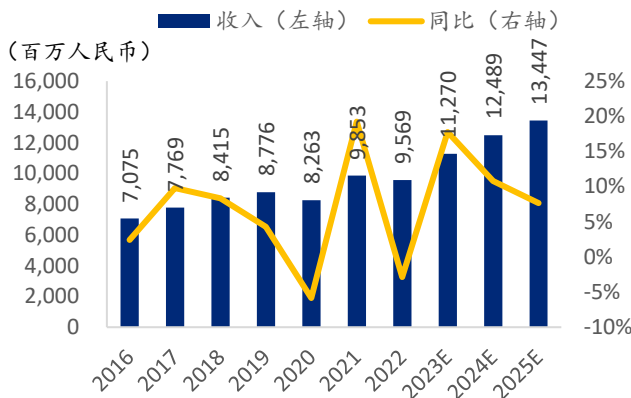


资料来源：公司数据，浦银国际

盈利预测

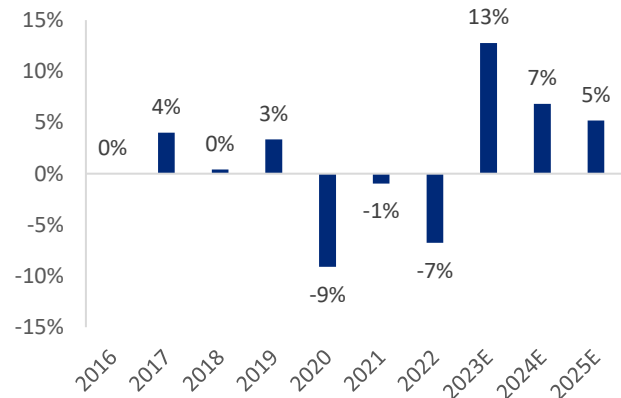
(1) 收入

图表 55: 百胜中国收入与同比增速, 2016-2025E



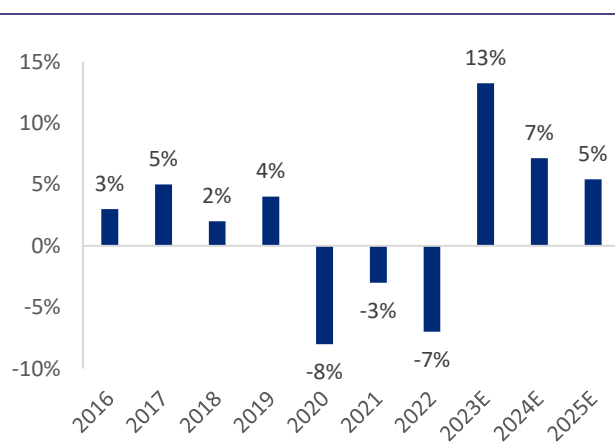
注: E=浦银国际预测;
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 56: 百胜中国同店销售增速, 2016-2025E



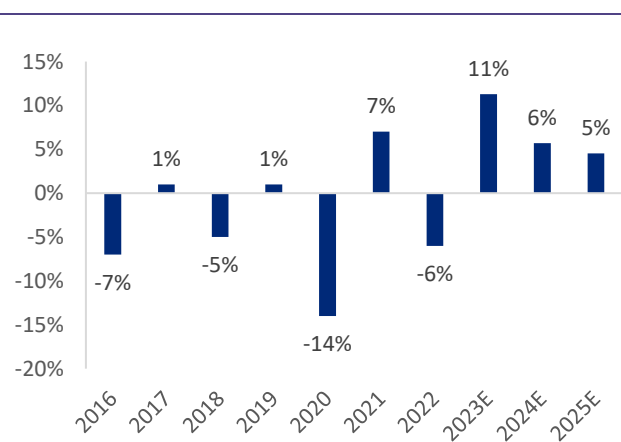
注: E=浦银国际预测;
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 57: 肯德基同店销售增速, 2016-2025E



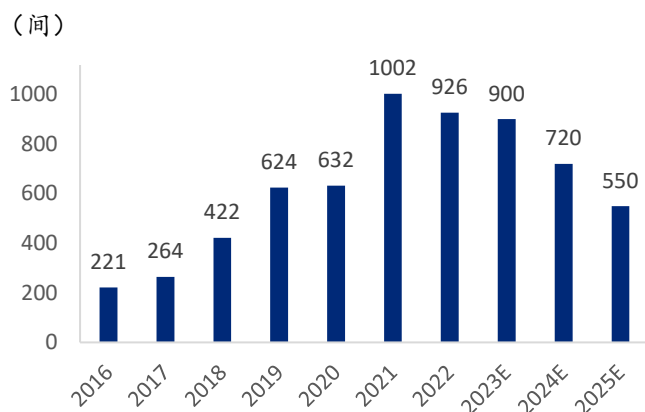
注: E=浦银国际预测;
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 58: 必胜客同店销售增速, 2016-2025E



注: E=浦银国际预测;
资料来源: 公司数据、浦银国际

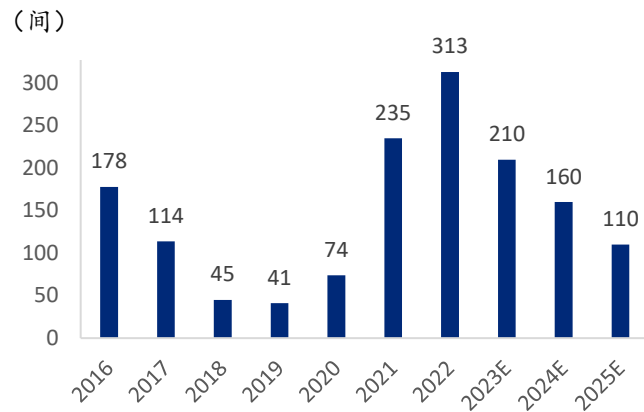
图表 59: 肯德基净开店, 2016-2025E



注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 60: 必胜客净开店, 2016-2025E

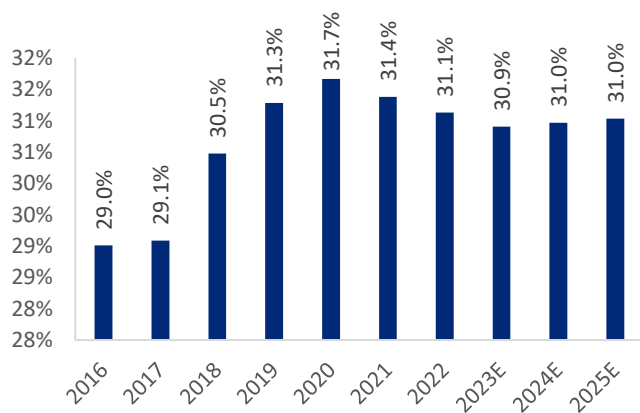


注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司数据、浦银国际

(2) 利润率

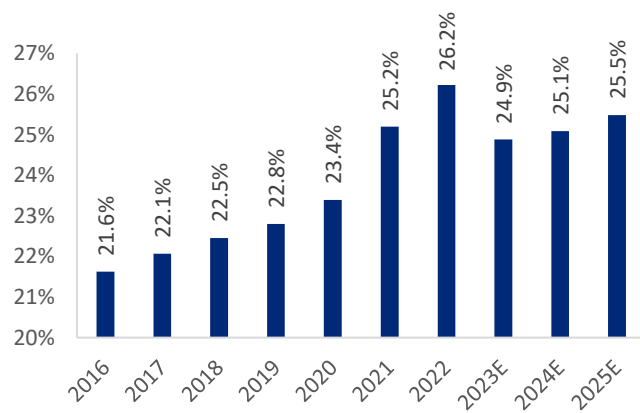
图表 61: 百胜中国食品及包装物占公司餐饮收入比例, 2016-2025E



注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司数据、浦银国际

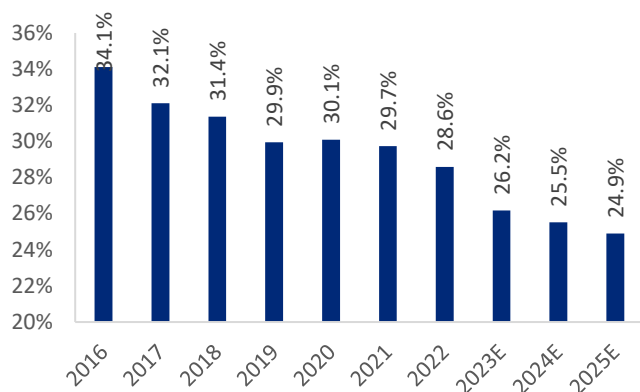
图表 62: 百胜中国薪金及员工福利占公司餐饮收入比例, 2016-2025E



注: E=浦银国际预测;

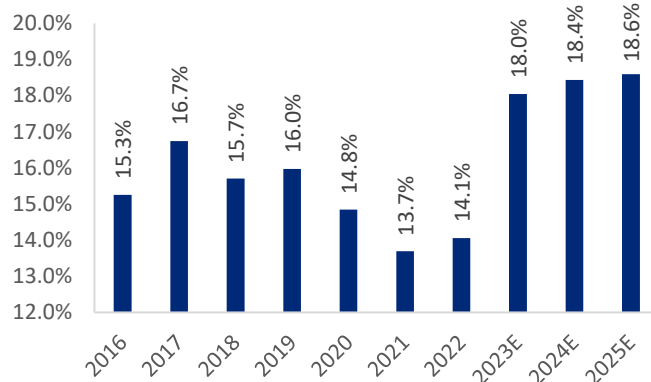
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 63: 百胜中国物业租金及其他经营开支占公司餐饮收入比例, 2016-2025E



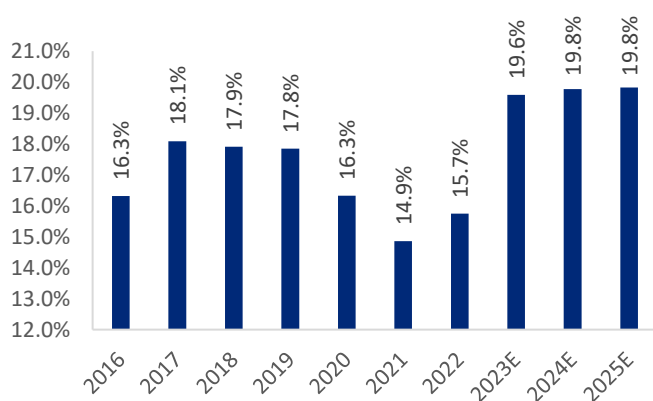
注: E=浦银国际预测;
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 64: 百胜中国餐厅利润率, 2016-2025E



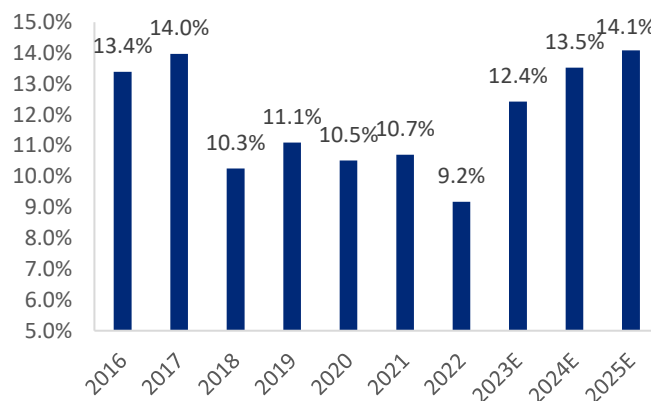
注: E=浦银国际预测;
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 65: 肯德基餐厅利润率, 2016-2025E



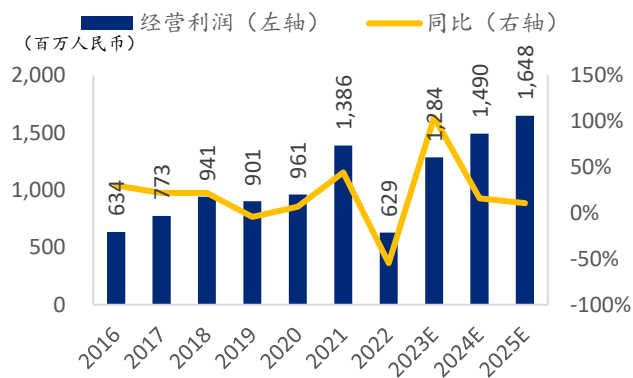
注: E=浦银国际预测;
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 66: 必胜客餐厅利润率, 2016-2025E



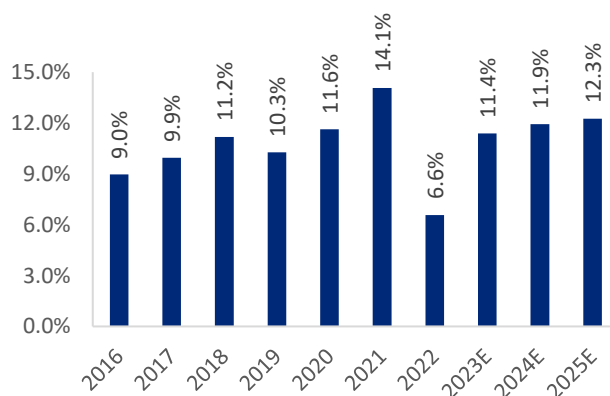
注: E=浦银国际预测;
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 67: 百胜中国经营利润与同比增速, 2016-2025E



注: E=浦银国际预测;
资料来源: 公司数据、浦银国际

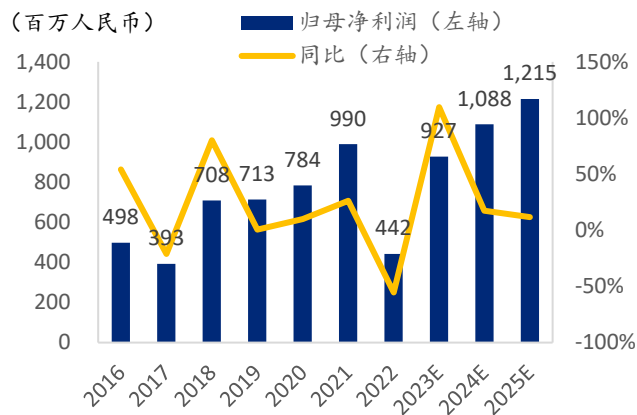
图表 68: 百胜中国经营利润率, 2016-2025E



注: E=浦银国际预测;
资料来源: 公司数据、浦银国际

(3) 净利润与净资产回报

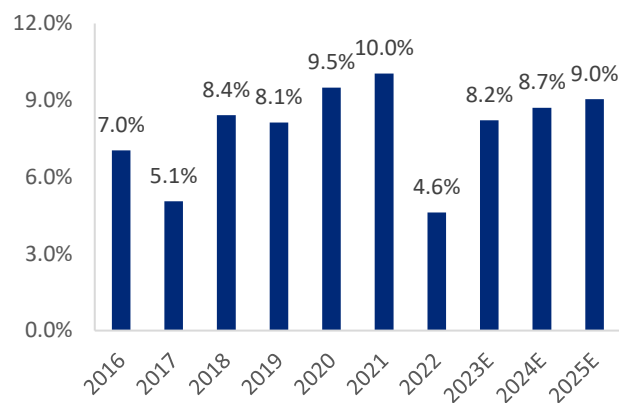
图表 69: 百胜中国归母净利润与同比增速, 2016-2025E



注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 70: 百胜中国归母净利率, 2016-2025E



注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 71: 杜邦净资产收益率 (ROE) 分析

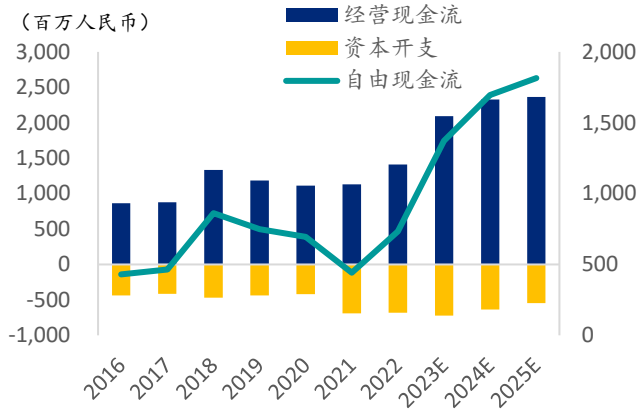
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	24.1%	23.8%	21.5%	18.2%	23.6%	23.8%	23.6%
销售、管理费用率	-13.9%	-12.2%	-7.4%	-11.6%	-12.2%	-11.9%	-11.4%
EBIT 利润率	10.3%	11.6%	14.1%	6.6%	11.4%	11.9%	12.3%
税前利润/EBIT	1.11	1.15	1.00	1.09	1.07	1.08	1.09
净利润/税前利润	0.74	0.73	0.73	0.70	0.73	0.73	0.73
净利润/归母净利润	0.90	0.66	0.51	0.93	0.93	0.93	0.93
净利润率	7.6%	6.5%	5.3%	4.7%	8.2%	8.7%	9.0%
资产周转率	1.52	0.93	0.82	0.76	0.93	0.96	0.96
财务杠杆	1.94	1.92	1.82	1.85	1.78	1.71	1.66
ROE	22.4%	11.6%	7.9%	6.6%	13.6%	14.3%	14.4%

注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司数据, 浦银国际

(4) 资产负债表与现金流

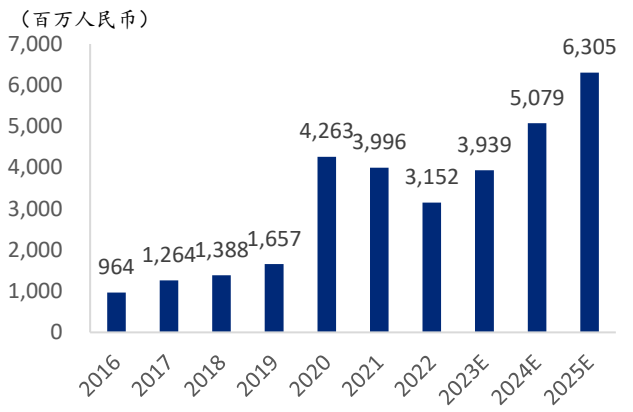
图表 72: 百胜中国经营现金流、资本开支与自由现金流



注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 73: 百胜中国的净现金, 2016-2025E



注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司数据、浦银国际

目标价与估值

我们用 EV/EBITDA 对餐饮企业进行估值，并用 DCF 进行验证。考虑到百胜中国强大的品牌力与管理能力，我们用 13x 2024 年 EV/EBITDA（国际餐饮企业平均估值水平 25%的折扣）进行估值最终得到美股 77.2 美元与港股 601.8 港元的目标价（相当于 30x 2024E P/E），潜在升幅分别为 29.2%及 24.9%。

风险提示

百胜中国股价可能面临的下行风险包括：

- （1）餐饮行业竞争加剧；
- （2）消费力进一步衰退；
- （3）地缘政治恶化带来的风险。

图表 74: SPDBI 目标价: 百胜中国 (9987.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 75: SPDBI 目标价: 百胜中国 (YUMC.US)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 76: SPDBI 消费行业覆盖公司

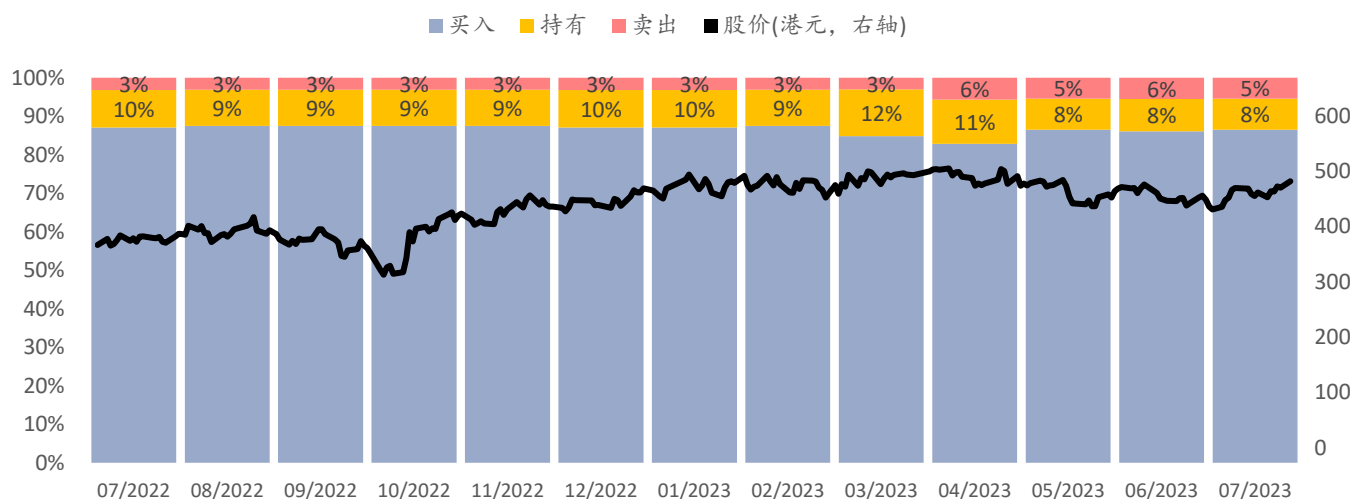
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	48.3	买入	51.9	2023 年 7 月 5 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	93.3	买入	95.0	2023 年 4 月 13 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	1.2	2023 年 5 月 12 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	7.1	买入	8.4	2023 年 7 月 3 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.4	买入	10	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	59.8	买入	77.2	2023 年 7 月 31 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	481.8	买入	601.8	2023 年 7 月 31 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	22.0	持有	24.9	2023 年 7 月 31 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	16.1	买入	21.1	2023 年 7 月 31 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	15.4	买入	18.8	2023 年 7 月 31 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	50.5	买入	80.4	2023 年 3 月 27 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	91.3	买入	126.7	2023 年 5 月 3 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	19.2	持有	26.2	2023 年 5 月 4 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	70.6	买入	100.0	2023 年 4 月 26 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	100.0	持有	121.0	2023 年 4 月 26 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	11.4	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.7	买入	35.4	2023 年 5 月 2 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	29.9	买入	40.2	2023 年 3 月 31 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	11.0	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.8	持有	7.6	2022 年 12 月 7 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.6	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	22.7	买入	42.8	2023 年 2 月 20 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.8	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.8	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品

注：截至 2023 年 7 月 31 日午市收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

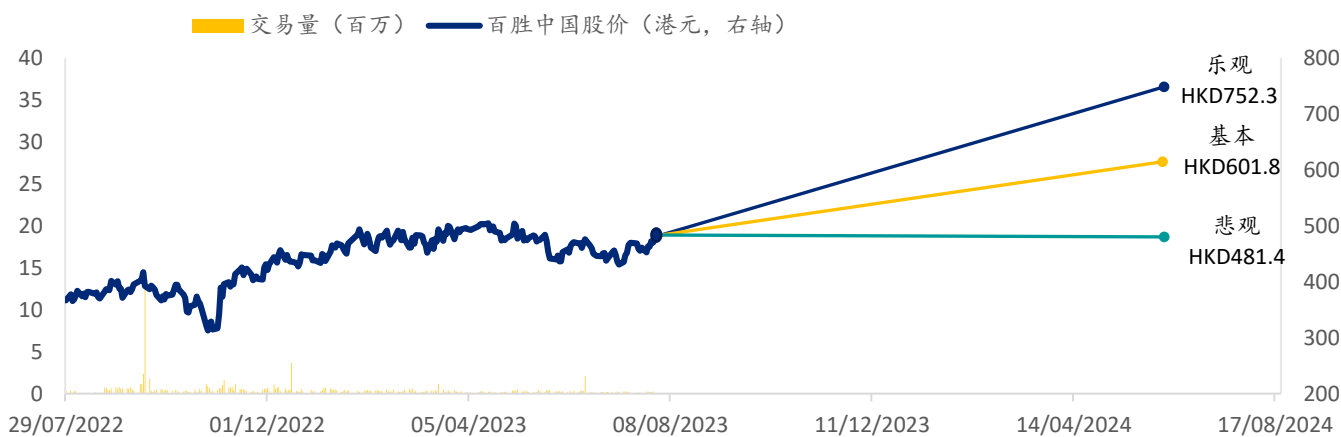
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 77：百胜中国（9987.HK）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

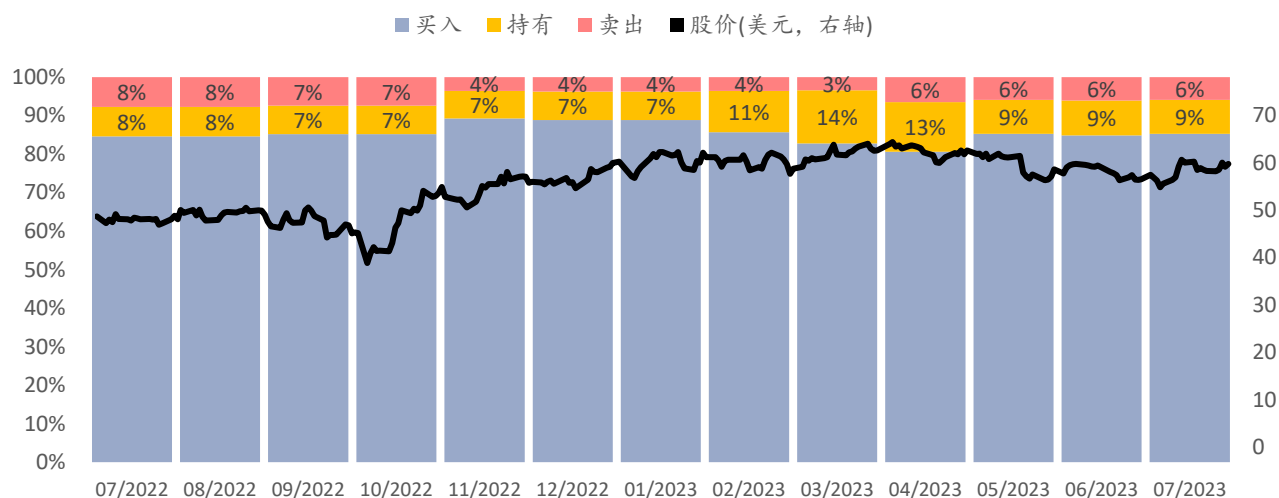
图表 78：百胜中国（9987.HK）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期	悲观情景：公司收入增长不及预期
目标价：752.3 港元	目标价：481.4 港元
概率：25%	概率：20%
- 公司下沉策略开展好于预期，2024 年门店数量增长超 1000 家； - 肯德基在 2024 年同店销售增长超 10%； - 公司毛利率 2024 年同比增长 50bps；	- 公司下沉策略开展不及于预期，2024 年门店数量增长超 700 家； - 肯德基在 2024 年同店销售增长不及 4%； - 公司毛利率 2024 年同比增长 10bps；

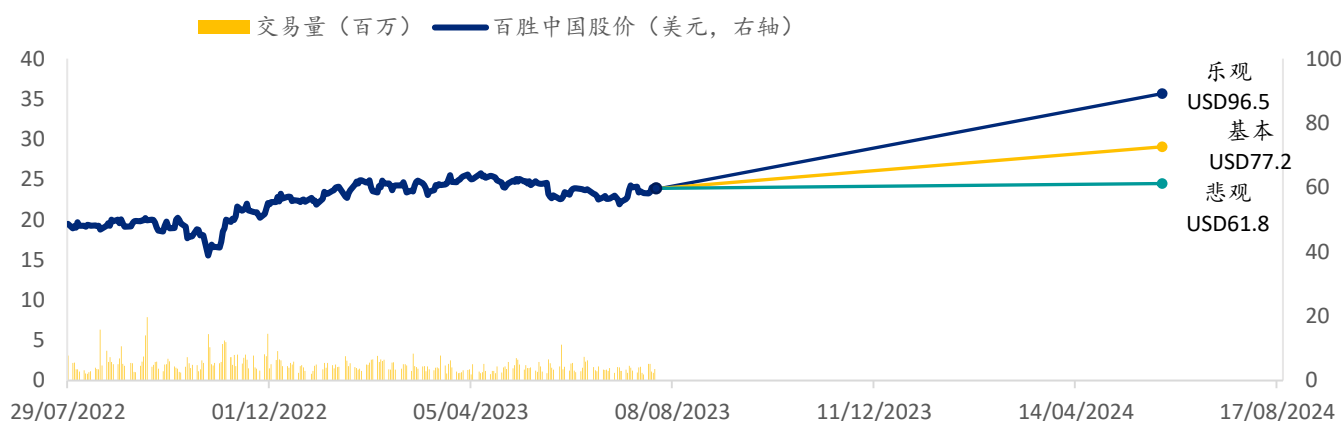
资料来源：浦银国际预测

图表 79：百胜中国（YUMC.US）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 80：百胜中国（YUMC.US）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期	悲观情景：公司收入增长不及预期
目标价：96.5 美元 概率：25%	目标价：61.8 美元 概率：20%
- 公司下沉策略开展好于预期，2024 年门店数量增长超 1000 家； - 肯德基在 2024 年同店销售增长超 10%； - 公司毛利率 2024 年同比增长 50bps；	- 公司下沉策略开展不及于预期，2024 年门店数量增长超 700 家； - 肯德基在 2024 年同店销售增长不及 4%； - 公司毛利率 2024 年同比增长 10bps；

资料来源：浦银国际预测

公司背景

● 公司介绍

百胜中国是中国领先的连锁餐饮企业。自 1987 年在中国设立第一家餐厅至今，公司餐厅已在中国境内经营超 12,000 家餐厅。百胜中国从 Yum! Brands 拆分出来后，先在 2016 年 11 月在纽约证券交易所上市（股票代码：YUMC.US），后又在 2020 年 9 月在香港主板第二上市（股票代码：9987.HK）。

百胜中国在中国市场拥有肯德基、必胜客和塔可钟三个品牌的独家运营和授权经营权，也拥有小肥羊及黄记煌连锁餐厅品牌，并与意大利咖啡企业 Lavazza 合作，在中国探索发展 Lavazza 咖啡店。

财务上，公司 2022 年收入 95.7 亿美元，其中肯德基及必胜客分别为公司贡献 73% 及 20% 的收入。2022 年公司归母净利润为 4.4 亿美元，归母净利润率为 4.6%。

● 前十大股东

图表 81：百胜中国主要股东

	主要股东	占比 (%)
1	JPMorgan Chase&Co	10.41
2	Invesco LTD	7.96
3	BlackRock Inc	6.96
4	T Rowe Price Group Inc	4.35
5	Vanguard Group Inc/The	4.03
6	Massachusetts Financial Services	3.45
7	Primavera Capital Management Ltd	2.88
8	Schroders PLC	2.76
9	GuardCap Asset Management LTD	2.08
10	RBC Global Asset Management UK Ltd	1.73

注：截至 2023 年 7 月 28 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 公司历史

图表 82：百胜中国发展里程碑

时间	里程碑
1987	肯德基进入中国，在北京前门开设第一家餐厅
1990	必胜客进入中国，在北京东直门开设第一家餐厅
1996	肯德基在中国开设 100 家餐厅
2001	必胜宅急送餐厅在上海开业
2002	肯德基在中国的第 1000 家餐厅开业
2005	百胜中国在上海推出自主创立的第一个中国快餐品牌东方既白
2012	百胜中国收购小肥羊
2013	必胜客在中国的第 1000 家餐厅开业
2015	肯德基超级 APP 全新上线
2016	百胜中国在纽交所上市；塔可钟中国首店在上海陆家嘴开业
2017	必胜客欢乐餐厅与宅急送业务整合
2018	COFFii&JOY 首店在上海开业
2019	百胜中国与北京环球度假村宣布战略合作
2020	百胜中国完成黄记煌控股权收购，成立中餐事业部，包括小肥羊、东方既白和黄记煌
2020	与 Lavazza 成立合资公司，在中国探索发展咖啡店
2020	百胜中国成为北京 2022 年冬奥会和冬残奥会官方餐饮服务赞助商
2020	在香港联合交易所第二上市
2021	成为杭州 2022 年亚运会西式餐饮服务独家供应商

资料来源：公司资料、浦银国际

● 公司管理层

图表 83: 百胜中国公司管理层

姓名	职位	履历
屈翠容	首席执行官	自 2018 年 3 月起担任本公司的首席执行官，并自 2017 年 7 月起担任董事会成员。她于 2017 年 2 月至 2018 年 2 月担任总裁兼首席运营官，于 2016 年 10 月至 2017 年 2 月担任肯德基首席执行官，并于 2015 年 8 月至 2016 年 10 月在百胜餐饮中国担任上述职位。屈女士于 2014 年 9 月加入百胜餐饮中国，担任肯德基中国总裁，并于 2015 年 8 月晋升为肯德基中国首席执行官。加入 YUM 前，屈女士曾于 2004 年至 2014 年在国际健康、美容及生活产品零售商屈臣氏集团（「屈臣氏」）英国公司担任管理及战略相关的职位。她在屈臣氏离职前于 2012 年至 2014 年担任经营 Superdrug 及 Savers（两间专门从事医药、健康及美容产品销售的零售店）的屈臣氏健康与美容英国公司(Watson Health & Beauty U.K.)董事总经理。她于 2007 年由屈臣氏欧洲战略主管转任为 Savers 董事总经理。加入屈臣氏前，屈女士在管理咨询领域工作七年，包括于 2000 年至 2003 年在麦肯锡香港办公室任职。
杨家威	首席财务官	自 2019 年 10 月起担任百胜中国的首席财务官。加入百胜中国前，杨先生于 2017 年 4 月至 2019 年 8 月担任金融科技子公司智融国际有限公司的首席财务官。于 2014 年 1 月至 2017 年 3 月，他担任移动互联网公司猎豹移动(Cheetah Mobile Inc.)（纽交所上市公司，股票代码：CMCM）的首席财务官，领导该公司的成功首次公开发售，并为该公司建立了财务、内部控制及投资者关系职能。于 2009 年至 2013 年，杨先生曾在 Oppenheimer & Co. Inc.担任董事、执行董事及董事总经理，负责中国的互联网及媒体领域研究。于 2004 年至 2009 年，杨先生为 Thomas Weisel Partners 的证券分析师。他自 2001 年起成为特许金融分析师特许资格持有人。
汪涛	肯德基总经理	自 2022 年 5 月起担任肯德基总经理。汪先生于 2020 年 7 月至 2022 年 6 月担任百胜中国首席开发官。汪先生于 1998 年加入肯德基担任营运管理培训生。他在 2007 年被提拔为肯德基市场总经理，并于 2015 年被提拔为肯德基区域营运副总裁。
蒯俊	必胜客总经理	自 2017 年 11 月起担任必胜客总经理。蒯先生于 2016 年 10 月至 2017 年 10 月曾任必胜客宅急送总经理，于 2015 年 1 月至 2016 年 10 月在百胜餐饮中国任上述职位。于 2012 年 3 月至 2013 年 8 月，蒯先生担任百胜餐饮中国外送支持中心总监，在建立在线点餐及电商功能方面发挥重要作用。在此之前，蒯先生在百胜餐饮中国的信息技术部门任职九年，增强了其信息技术基建及生产力。
黄多多	首席供应链官	自 2021 年 11 月起担任公司首席供应链官。黄先生自 2018 年 6 月至 2021 年 11 月担任必胜客区域营运副总裁。在加入必胜客之前，黄先生在肯德基担任多个领导职位，包括肯德基南京和无锡市场的总经理。黄先生于 1995 年加入百胜餐饮中国。
黄进栓	首席顾客官	自 2022 年 5 月起担任公司首席顾客官。黄先生于 2017 年 2 月至 2022 年 4 月担任肯德基总经理。他于 2016 年 10 月至 2017 年 2 月担任首席信息和营销支持官，于 2014 年 9 月至 2016 年 10 月在百胜餐饮中国任上述职位。黄先生于 2006 年加入 YUM，领导中国的信息技术部门。他于 2008 年 9 月至 2013 年 1 月担任信息技术部门副总裁，并于 2013 年 1 月至 2014 年 9 月担任首席信息官。黄先生一直是百胜餐饮中国于中国的数字化策略及信息技术发展规划的主要设计师。加入 YUM 前，黄先生曾于台湾及大中华地区在 Capgemini Asia Pacific Pte, Ltd.担任各种信息技术及业务领导职位。
张雷	首席信息技术官	自 2018 年 3 月起担任百胜中国首席信息技术官。张女士于 2016 年 10 月至 2018 年 3 月曾任信息技术部门副总裁，并于 2014 年至 2016 年 10 月期间在百胜餐饮中国担任上述职务。张女士于 1996 年加入 YUM，曾在信息技术部门担任多个职位，并于 2017 年 2 月开始负责领导该部门。在加入 YUM 前，张女士曾于 1992 年至 1996 年在英业达电子（上海）担任工程师。
陈永坚	首席法务官	自 2019 年 6 月起担任首席法务官。加入百胜中国前，陈先生于 2010 年 11 月至 2019 年 5 月于上海在美国国际律师事务所盛德律师事务所担任合伙人，负责管理及执行大型、复杂而跨辖区的法律事务，专注于各行各业的并购及公司财务交易。此外，陈先生曾于旧金山及上海在美国国际律师事务所普盈律师事务所(Pillsbury Winthrop Shaw Pittman)任职十多年，最初担任律师，后来担任合伙人。他于 2006 年设立普盈律师事务所上海办公室，曾任各种领导职位，包括首任管理合伙人。陈先生于美国加利福尼亚州及宾夕法尼亚州以及加拿大卑诗省获得律师资格。他连续多年获钱伯斯亚洲(Chambers Asia)、国际金融法律评论(IFLR)及法律 500 强(Legal 500)评为及推荐为亚洲领先律师。

袁耀宗	首席人力资源官	自 2018 年 3 月起担任百胜中国首席人力资源官。袁先生于 2016 年 10 月至 2018 年 2 月担任百胜中国人力资源管理副总裁，并于 2012 年 3 月至 2016 年 10 月期间在百胜餐饮中国担任上述职位。袁先生于 2008 年加入 YUM，担任人才管理及发展总监。加入 YUM 前，袁先生曾于 1998 年至 2008 年担任美国国际集团香港地区高级人力资源管理职位，离职前担任美国国际集团东南亚地区人寿保险业务友邦保险的人力资源副总裁，负责友邦香港总部及其六个亚洲国家的人力资源战略的策划和执行。在此之前，他曾于 1996 年至 1998 年担任渣打银行培训及发展高级经理，并于 1994 年至 1996 年在汇丰银行担任管理培训经理。
吕学玲	财务控制官兼首席会计师	自 2018 年 1 月起担任百胜中国的财务控制官兼首席会计师。此前，吕女士于 2016 年 11 月加入百胜中国，担任高级财务总监。在加入公司前，吕女士于 2013 年至 2016 年间担任李尔公司亚太区财务总监。在加入李尔公司之前，吕女士曾在安永会计师事务所工作 10 年，专门从事美国上市公司审计及首次公开招股、美国证券交易委员会报告以及萨班斯法案合规工作。吕女士是美国加利福尼亚州注册会计师及注册会计师美国协会会员。

资料来源：公司 2022 年报、浦银国际

● 财务报表

图表 84：百胜中国利润表

(百万美元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	9,853	9,569	11,270	12,489	13,447
同比	19.2%	-2.9%	17.8%	10.8%	7.7%
营业成本	-7,734	-7,829	-8,614	-9,516	-10,268
毛利润	2,119	1,740	2,657	2,974	3,179
毛利率	21.5%	18.2%	23.6%	23.8%	23.6%
管理费用	-564	-594	-635	-685	-723
加盟费用	-64	-34	-37	-42	-45
其他经营收入及收益	-105	-483	-700	-758	-763
经营利润	1,386	629	1,284	1,490	1,648
经营利润率	14.1%	6.6%	11.4%	11.9%	12.3%
财务费用	60	84	89	113	142
其他营业外收入	-54	-26	0	0	0
利润总额	1,392	687	1,372	1,602	1,790
所得税	-369	-207	-371	-426	-476
所得税率	-26.5%	-30.1%	-27.0%	-26.6%	-26.6%
净利润	1,023	480	1,002	1,176	1,314
减：少数股东损益	33	36	75	88	99
归母净利润	990	444	927	1,088	1,215
归母净利率	10.0%	4.6%	8.2%	8.7%	9.0%
同比	26.3%	-55.4%	109.6%	17.4%	11.7%

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 85：百胜中国资产负债表

(百万美元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,136	1,130	1,739	2,879	4,105
短期投资	2,860	2,022	2,200	2,200	2,200
应收款项	67	64	124	137	147
存货	432	417	354	391	422
预付款及其他流动资产	221	307	300	300	300
流动资产合计	4,716	3,940	4,716	5,907	7,174
固定资产	2,251	2,118	2,265	2,237	2,190
商誉	2,142	1,988	1,988	1,988	1,988
使用权资产	2,612	2,219	1,998	1,821	1,679
无形资产	272	159	152	145	138
附属机构投资	292	266	266	266	266
递延所得税资产	106	113	100	100	100
其他非流动资产	832	1,023	1,023	1,023	1,023
非流动资产合计	8,507	7,886	7,792	7,579	7,385
应付票据及应付账款	830	727	713	787	850
租赁负债	508	448	448	448	448
资本性支出	269	181	181	181	181
应付人工成本及福利	283	285	285	285	285
合同负债	182	182	182	182	182
累计营销费用	71	72	72	72	72
应付税款	51	68	68	68	68
其他流动负债	189	203	203	203	203
流动负债合计	2,383	2,166	2,152	2,226	2,289
租赁负债	2,286	1,906	1,906	1,906	1,906
资本性租赁负债	40	42	30	30	30
其他负债	592	552	490	490	490
非流动负债合计	2,918	2,500	2,426	2,426	2,426
股本	3,896	4,394	4,394	4,394	4,394
储备	3,160	2,088	2,783	3,599	4,511
可赎回股本	14	12	12	12	12
少数股东权益	852	666	741	829	928
所有者权益合计	7,922	7,160	7,930	8,834	9,844

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 86：百胜中国现金流量表

(百万美元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,023	478	1,002	1,176	1,314
固定资产折旧	516	602	580	670	601
使用权资产折旧	424	435	471	427	391
闭店及减值费用	34	32	30	33	36
转加盟收益	0	0	0	0	0
递延税务	160	-20	13	0	0
附属机构收入	-12	7	0	0	0
股权激励支出	41	42	0	0	0
金融工具估值	53	26	0	0	0
存货的减少	-16	-19	63	-37	-31
经营性应收项目的减少	-33	206	-53	-13	-10
经营性应付项目的增加	-343	-380	-14	75	62
税务费用	-26	25	0	0	0
其他	-690	-21	0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	1,131	1,413	2,092	2,330	2,363
资本开支	-689	-679	-720	-635	-548
投资支付的现金和结构性存款	269	176	-178	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-115	-23	0	0	0
其他	-320	4	-280	-283	-286
投资活动产生的现金流量净额	-855	-522	-1,178	-918	-833
资本性租赁负债支付的现金	-7	-2	-12	0	0
出售股份收取现金	-75	-466	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-203	-202	-232	-272	-304
其他	-28	-61	-62	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-313	-731	-306	-272	-304
外汇损益	15	-53	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	-22	-6	609	1,141	1,226
期初现金及现金等价物余额	1,158	1,136	1,130	1,739	2,879
期末现金及现金等价物余额	1,151	1,077	1,739	2,879	4,105

资料来源：公司数据、浦银国际预测

海底捞 (6862.HK): 短期盈利提升趋势显著, 长期扩张前景令人担忧

海底捞是中国目前规模最大、品牌力最强的连锁火锅玩家。然而, 对于海底捞未来的发展前景, 我们喜忧参半。我们对海底捞疫情后利润率的恢复表示乐观, 但对公司在激烈的行业竞争下能否保持长期竞争力及未来门店网络的扩张前景表示担忧。我们首次覆盖海底捞, 首予“持有”评级。

- 行业竞争加剧恐减弱品牌核心竞争力:** 随着新进玩家品牌力和知名度不断上升, 海底捞相对于竞品的品牌优势可能会逐渐减小。新玩家在品牌形象、菜品口味、门店体验等各方面不断创新, 令海底捞在服务方面的优势在缩小, 而菜品上缺乏个性化和差异化的劣势逐渐凸显。随着行业内卷日趋严重, 海底捞只有通过更多的创新来形成差异化竞争, 挖掘和打造新的竞争优势, 才能重塑其品牌形象、打破瓶颈、使品牌焕发新的活力, 从而推动品牌力进一步提升。
- 长期店铺网络扩张空间恐受限:** 海底捞在 2020 年大幅扩店后被迫推出“啄木鸟计划”关闭低效亏损门店, 让我们对海底捞未来开店空间产生担忧。我们的担忧主要来自于三点: (1) 过去几年高线城市翻台率持续下降, 意味着高线市场已接近饱和, 持续加密空间已不大; (2) 在消费力较弱的大环境下, 海底捞的人均客单价决定了其向低线城市下沉可能阻力较大; (3) 要在目前的门店体量上持续拓展门店网络规模, 同时保持统一的高标准服务质量难度较大。
- 盈利能力的恢复与提升是短期最大的亮点:** 经过三年的疫情, 海底捞逐渐将焦点从门店扩张转向盈利能力的提升。在公司降本增效的努力下, 海底捞 2022 年的经营利润率大幅反弹, 保本翻台率也从原先的 3 次降到 2-3 次。随着翻台率和单店收入规模的逐步回升, 公司 2023-2024 年经营利润率有望在经营杠杆的帮助下持续提升。
- 估值与评级:** 海底捞虽然规模优势明显, 但品牌发展趋势和开店空间存在不确定性。我们用 11x 2024E EV/EBITDA (接近国际餐饮企业平均估值水平 35% 的折扣) 进行估值最终得到 24.9 港元的目标价 (相当于 24x 2024E P/E), 潜在升幅为 13.2%。首次覆盖海底捞, 首予“持有”评级。
- 投资风险:** (1) 餐饮行业竞争加剧; (2) 消费力进一步衰退; (3) 店铺扩张空间受限愈发严重; (4) 品牌优势减小。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	39,097	31,039	42,309	46,975	52,380
同比变 (%)	36.6%	-20.6%	36.3%	11.0%	11.5%
股东应占净利	-3,250	1,639	4,285	5,156	6,059
同比变动 (%)	n.m.	-150.4%	161.5%	20.3%	17.5%
PE (X)	-32.9	66.5	25.4	21.1	18.0
EV/EBITDA(x)	30.7	23.8	11.5	9.5	7.9
ROE (%)	-35.8%	21.3%	46.0%	39.3%	35.0%

资料来源: 公司报告、浦银国际

2023 年 7 月 31 日

海底捞

6862.HK

评级

持有

目标价 (港元)	24.9
潜在升幅/降幅	+13.2%
目前股价 (港元)	22.0
52 周内股价区间 (港元)	11.5-24.5
总市值 (百万港元)	122,628
近 3 月日均成交额 (百万)	234.9

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注: 截至 2023 年 7 月 31 日午市收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



注: 截至 2023 年 7 月 31 日午市收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

浦银国际

首次覆盖

海底捞 (6862.HK)

财务报表分析与预测 - 海底捞

利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	39,097	31,039	42,309	46,975	52,380
同比	36.6%	-20.6%	36.3%	11.0%	11.5%
营业成本	-17,243	-12,906	-17,521	-19,447	-21,677
毛利润	21,853	18,132	24,788	27,528	30,703
毛利率	55.9%	58.4%	58.6%	58.6%	58.6%
员工费用	-13,950	-10,240	-11,710	-12,909	-14,298
租金费用	-1,541	-1,309	-1,473	-1,590	-1,808
能源费用	-1,386	-1,048	-1,433	-1,590	-1,772
折旧与摊销	-3,193	-2,560	-3,093	-3,240	-3,415
其他费用	-1,815	-1,506	-1,864	-1,933	-2,054
经营利润	-32	1,470	5,215	6,267	7,356
经营利润率	-0.1%	4.7%	12.3%	13.3%	14.0%
财务费用	-214	-85	-95	-16	65
其他收益或支出	-2,824	733	519	536	558
税前盈利	-3,070	2,118	5,639	6,787	7,979
所得税	-178	-480	-1,353	-1,629	-1,915
所得税率	-5.8%	22.7%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润	-3,248	1,637	4,285	5,158	6,064
减：少数股东损益	-2	1	-1	-3	-5
归母净利润	-3,250	1,639	4,285	5,156	6,059
归母净利率	-8.3%	5.3%	10.1%	11.0%	11.6%
同比	n.m.	-150.4%	161.5%	20.3%	17.5%

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,805	6,621	11,911	17,317	23,059
应收票据及应收账款	368	307	505	319	599
预付款项	2,768	1,650	3,000	3,000	3,000
存货	1,456	1,142	2,026	1,490	2,430
其他流动资产	1,009	787	787	787	787
流动资产合计	11,406	10,507	18,229	22,913	29,875
长期股权投资	351	257	346	452	580
固定资产	9,315	5,645	4,183	3,251	2,409
使用权资产	5,819	3,866	3,505	3,664	3,675
无形资产	132	105	78	59	44
商誉	85	85	85	85	85
递延所得税资产	526	601	170	170	170
租金保证金	367	209	280	280	280
其他非流动资产	20	165	165	165	165
非流动资产合计	16,616	10,933	8,812	8,126	7,408
短期借款	3,583	2,364	2,300	2,300	2,300
应付票据及应付账款	1,944	1,321	2,519	1,743	3,008
合同负债	745	794	800	800	800
租赁负债	1,202	898	800	800	800
应交税费	103	58	60	60	60
其他应付款	1,753	1,477	1,600	1,600	1,600
其他流动负债	555	321	321	321	321
流动负债合计	9,886	7,232	8,400	7,624	8,889
递延所得税负债	31	158	150	150	150
租赁负债	6,045	4,296	5,003	5,905	6,367
长期借款	261	232	230	230	230
长期债券	3,796	2,046	2,046	2,046	2,046
其他非流动负债	74	19	20	20	20
非流动负债合计	10,207	6,751	7,449	8,351	8,813
股本	0	0	0	0	0
储备	7,914	7,443	11,178	15,048	19,561
少数股东权益	14	13	14	16	21
所有者权益合计	7,929	7,456	11,192	15,065	19,582

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
税前利润	-3,976	1,914	5,639	6,787	7,979
折旧与摊销	4,548	3,807	3,904	4,081	4,404
财务费用	612	410	95	16	-65
固定资产抛售损失	1,958	-35	0	0	0
减值准备	1,751	245	-400	-250	-200
存货的减少	-302	127	-884	536	-940
经营性应收项目的减少	-673	819	-1,619	185	-280
经营性应付项目的增加	564	-320	1,322	-776	1,265
应付第三方款项	-19	-149	0	0	0
税金	-702	-353	-928	-1,629	-1,915
其他	46	-313	-81	-106	-128
经营活动产生的现金流量净额	3,806	6,152	7,046	8,845	10,121
资本开支	-4,458	-841	-1,655	-3,039	-3,359
投资附属机构现金开支	-117	-20	0	0	0
金融性资产减少	-550	138	0	0	0
财务收入	15	106	100	179	260
受限制存款变化	197	-284	0	0	0
其他	-39	145	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-4,953	-757	-1,555	-2,860	-3,099
吸收投资收到的现金	1,826	0	-550	-1,285	-1,547
取得借款收到的现金	3,665	-3,065	-66	0	0
财务支出	-210	-205	-195	-195	-195
租赁性负债增加	-970	-1,068	610	901	462
其他	0	-650	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	4,311	-4,988	-201	-579	-1,279
外汇损失	-80	126	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	3,164	408	5,290	5,406	5,742
期初现金及现金等价物余额	2,683	5,767	6,621	11,911	17,317
期末现金及现金等价物余额	5,767	6,301	11,911	17,317	23,059

财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	-0.61	0.30	0.79	0.95	1.12
每股销售额	7.36	5.73	7.81	8.67	9.67
每股股息	0.00	0.10	0.23	0.28	0.33
同比变动					
收入	36.6%	-20.6%	36.3%	11.0%	11.5%
经营溢利	-104.8%	-4651.0%	254.8%	20.2%	17.4%
归母净利润	n.m.	-150.4%	161.5%	20.3%	17.5%
费用与利润率					
毛利率	55.9%	58.4%	58.6%	58.6%	58.6%
经营利润率	-0.1%	4.7%	12.3%	13.3%	14.0%
归母净利率	-8.3%	5.3%	10.1%	11.0%	11.6%
回报率					
平均股本回报率	-35.8%	21.3%	46.0%	39.3%	35.0%
平均资产回报率	-11.7%	6.6%	17.7%	17.8%	17.8%
资产效率					
应收账款周转天数	3.0	4.0	3.5	3.2	3.2
库存周转天数	27.6	36.7	33.0	33.0	33.0
应付账款周转天数	37.3	46.2	40.0	40.0	40.0
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.2	1.5	2.2	3.0	3.4
速动比率 (x)	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3
现金比率 (x)	0.6	0.9	1.4	2.3	2.6
负债/ 权益	253.4%	187.5%	141.6%	106.0%	90.4%
估值					
市盈率 (x)	-32.9	66.5	25.4	21.1	18.0
企业价值 / EBITDA (x)	30.7	23.8	11.5	9.5	7.9
股息率	0.0%	0.4%	1.0%	1.3%	1.5%

海底捞 (6862.HK): 短期盈利提升趋势显著, 长期扩张前景令人担忧

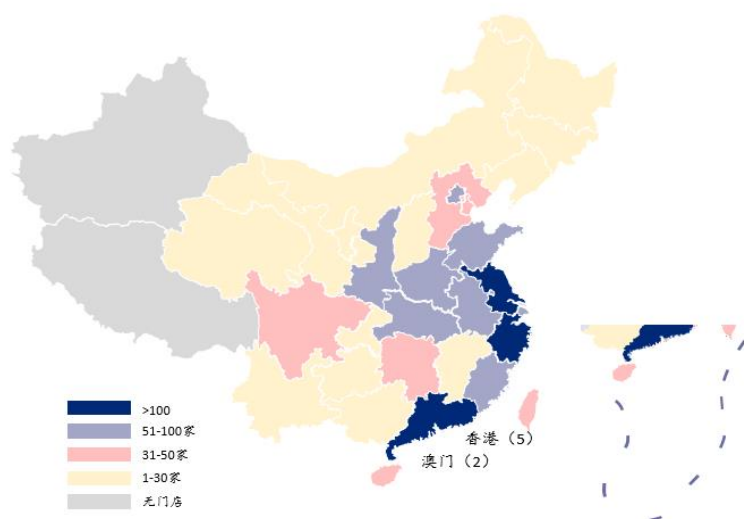
中国规模最大的连锁火锅玩家

毋庸置疑, 海底捞是中国目前最大的连锁火锅餐饮企业。凭借其强大的品牌力、优质的就餐体验、高效的供应链及有效的企业管理, 海底捞自 2010 年至今快速扩张。

截至 2022 年底, 海底捞在大中华区的总门店数已经达到 1,371 家, 店铺遍布全国及港澳台地区。与此同时, 海底捞也积极布局海外市场, 目前在新加坡、日本、美国等海外市场共拥有 111 家门店。

2022 年底, 海底捞将其海外门店分拆成独立经营实体 (特海国际), 并在港交所独立上市。自此, 海底捞上市公司 (6862.HK) 仅包括公司在大中华地区的餐饮业务。

图表 2: 海底捞门店分布



资料来源: 公司资料、浦银国际

无论是品牌力、门店数或市场份额, 海底捞当之无愧为中国火锅行业的头号玩家。根据 Euromonitor 的数据, 在中国餐饮行业中, 海底捞的收入规模仅次于百胜中国与麦当劳, 排名第三。在火锅行业, 其销售收入更是远远领先于其他玩家。

图表 3:火锅行业门店数

企业名	门店数
海底捞	1,369
呷哺呷哺	855
小龙坎火锅	625
蜀大侠	450
德庄火锅	442
大龙燚火锅	190
八合里火锅	181
东来顺	154
小肥羊	148
巴奴毛肚火锅	101
香天下火锅	57
珮姐老火锅	47

注：截至 2023 年 7 月。

资料来源：窄门餐眼、浦银国际

图表 4:火锅行业市场份额，2020

排名	企业名	市场份额
1	海底捞	5.8%
2	呷哺呷哺	1.2%
3	七欣天	0.3%
4	捞王	0.3%
5	第五名	0.3%

资料来源：七欣天招股书、浦银国际

对于海底捞过去十年里获得的巨大成功，我们表示认同与肯定。但对于海底捞未来的发展前景，我们认为喜忧参半。

可喜的是，海底捞在疫情中通过强化数字化管理能力与优化运营流程，提升了运营效率，保障了公司盈利能力的稳定。我们相信，公司数字化及运营流程优化的成效有望在未来 1-2 年持续释放，帮助公司在疫情后继续提升盈利能力。

然而，我们也看到，火锅行业竞争持续加剧，而海底捞品牌力逐渐见顶、高线市场趋于饱和，其优势与护城河正在逐渐变弱，未来继续扩张将面对巨大的挑战。

行业竞争加剧恐减弱品牌核心竞争力

作为中国火锅行业领导者，海底捞在过去 20 年的发展历程中，凭借高质量的菜品、优质的服务与独特的就餐体验，不断提升知名度，并最终发展成为中国家喻户晓的火锅品牌。其中，优质的服务是海底捞相较竞争对手最大的核心竞争力。

在过去十多年里，通过在门店服务与就餐体验上的差异化，海底捞在消费者心中建立起强大的品牌力以及较高的品牌忠诚度，同时也为其带来了不小的竞争优势，比如相对较低的租金水平以及面对供应商时较高的议价能力。

图表 5：火锅赛道品牌力排名

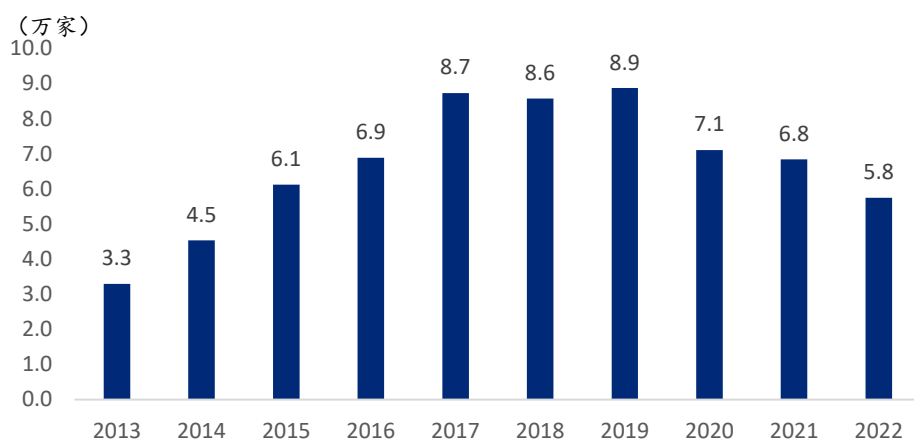
企业名	2019	2020	2021	2022
海底捞	1	1	1	1
呷哺呷哺	2	2	2	2
巴奴毛肚火锅	未上榜	6	6	3
小龙坎火锅	4	7	7	4
大龙燚火锅	未上榜	10	11	5
捞王锅物料理	未上榜	未上榜	未上榜	6
德庄火锅	6	4	3	7
七欣天	未上榜	未上榜	未上榜	7
珮姐老火锅	5	未上榜	未上榜	8
八合里火锅	9	未上榜	未上榜	9
凑凑	未上榜	未上榜	未上榜	10

资料来源：中国餐饮红鹰奖、浦银国际

然而近年来，随着大量新晋火锅品牌不断崛起，火锅赛道变得更卷，竞争不断加剧。新的火锅玩家在品牌形象、菜品口味、门店体验等各方面不断创新，导致海底捞原有的竞争优势被逐渐弱化和蚕食。

我们从品牌力、菜品、服务三个维度来分析海底捞目前相对竞争对手，竞争优势还剩多少。

图表 6：火锅赛道 2013-2022 年每年新增企业数



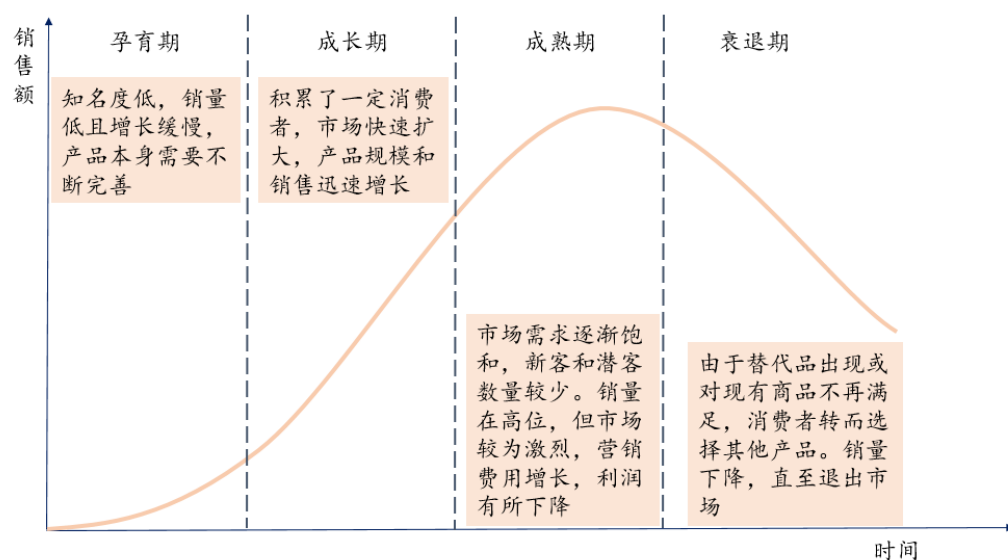
资料来源：企查查、浦银国际

从品牌力角度来看：

就品牌力和知名度而言，海底捞在火锅赛道中无疑具有巨大的优势，且短期内难以被其他对手超越。

然而，从品牌生命周期角度来考虑，相较一些新进网红火锅品牌，我们认为海底捞品牌已经走过高速成长期，并已步入成熟期。处于成熟期的餐饮品牌，其品牌知名度与热度已接近顶峰，较难有进一步提升的空间。

图表 7：品牌生命周期

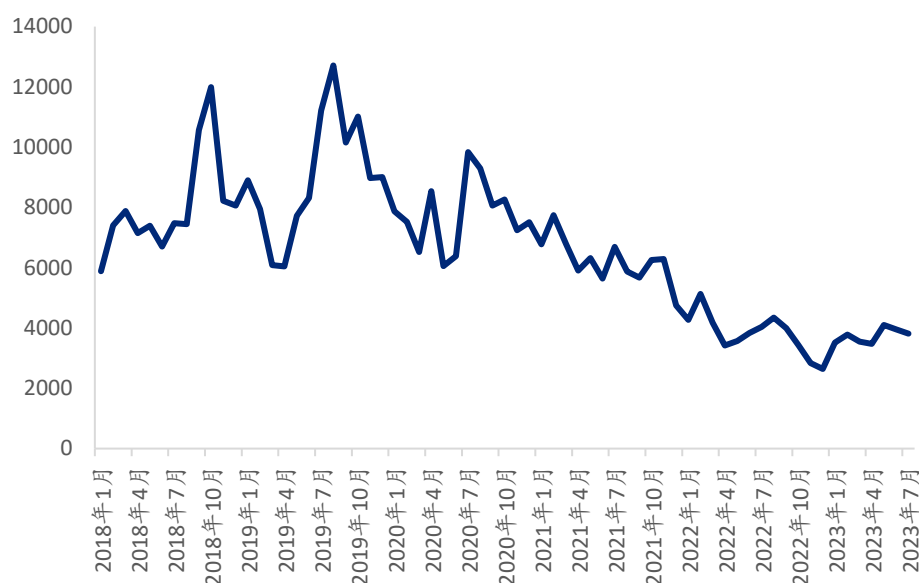


资料来源：浦银国际整理

随着新进玩家品牌力和知名度不断上升，海底捞的品牌优势可能会逐渐减小。若海底捞未来不能够重塑品牌并持续为品牌注入新的活力和话题度，我们预测海底捞未来在消费者心中的地位可能将逐年下滑，甚至可能威胁到海底捞目前在火锅赛道的市场份额。

我们认为，在保留原有优质服务与就餐体验的同时，海底捞只有通过更多的创新来形成差异化竞争，挖掘和打造新的竞争优势，才可能重塑其品牌形象、打破瓶颈、使品牌焕发新的活力，从而推动品牌力进一步提升。

图表 8：海底捞的百度指数



注：数据截至 2023 年 7 月 26 日

资料来源：百度指数、浦银国际

从菜品角度来看：

一直以来，海底捞菜品的品质都受到市场普遍好评。这很大程度上归功于海底捞成熟的上游供应链（蜀海）。

然而，我们也看到海底捞菜品的口味并未与竞争对手形成明显的差异化。根据我们的草根调研，市场对海底捞菜品口味的普遍评价是缺乏个性化和鲜明的记忆点。

近年来，许多新涌现的火锅品牌开始在火锅细分品类上发力（比如潮汕牛肉火锅、鱼火锅、海鲜火锅、毛肚火锅等），逐渐在菜品和锅底的口味上建立起自己的特色。与它们相比，海底捞从锅底到菜品都高度标准化的模式显得有些乏善可陈。

图表 9:八合里潮汕牛肉火锅



资料来源：八合里官微、浦银国际

图表 10:巴奴毛肚火锅



资料来源：巴奴官微、浦银国际

另外，海底捞在新菜品的开发上也相对保守。在疫情之前，海底捞菜品的上新频率不高，每年有特色的新菜品不多。这也使海底捞给消费者留下菜单一成不变的印象。疫情后，翻台率大幅下滑促使海底捞有了危机感，并加快了上新的步伐，连续推出多款新汤底与菜品。

图表 11: 海底捞新汤底与菜品



资料来源：海底捞官微、浦银国际

图表 12: 海底捞外卖新汤底和菜品



资料来源：海底捞官微、浦银国际

从服务角度来看：

服务无疑是海底捞最大的核心竞争力。在我们看来，海底捞已将门店服务做到了极致。无论是餐厅服务员热情周到的服务、还是等位时提供的零食、美甲、儿童乐园等附加服务都给消费者留下深刻的印象。

图表 13: 海底捞过生日



资料来源：海底捞官微、浦银国际

图表 14: 海底捞美甲



资料来源：海底捞官微、浦银国际

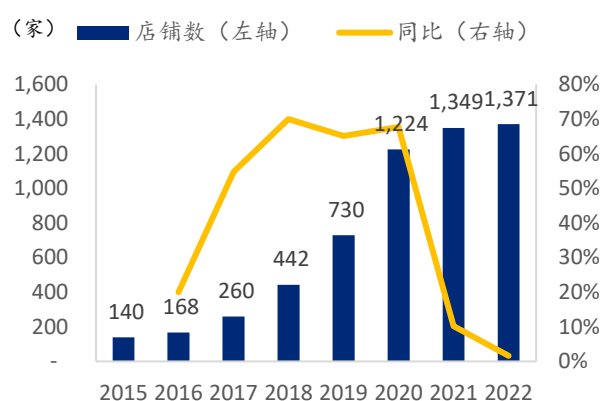
然而，服务是所有的竞争优势中最容易被复制的，也是门槛最低的。当竞争对手也开始聚焦提升服务质量，同时消费者对海底捞的服务开始习以为常（甚至开始诟病其过度服务令人感到尴尬），海底捞在服务上的竞争优势和光环便开始逐渐褪去。

我们承认过去十年里，优质热情、全面周到的服务给海底捞带来较高的品牌附加价值。然而，随着消费者的需求和心理在疫情后变得更为复杂和多变，单纯靠服务已经很难成为让消费者买单的理由。

店铺网络扩张空间受限

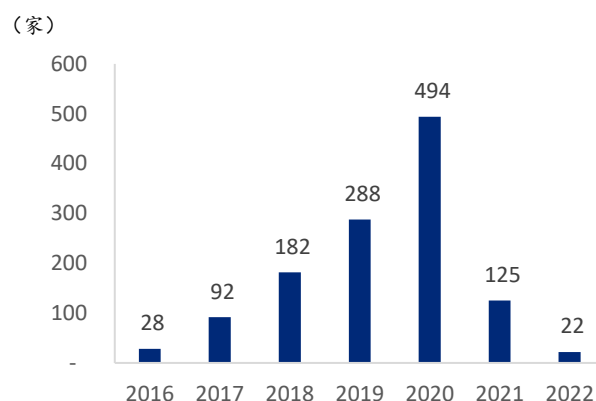
2018-2020 这三年里，海底捞一直都处在高速开店的过程中，每年店铺数同比增长都维持在 65% 以上，每年净开店数量不断创新高。

图表 15:海底捞店铺数量及同比增长



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 16:海底捞净开店数量



注：2021 年与 2022 年为剥离除港澳台以外的海外门店后数据。
资料来源：公司数据、浦银国际

过于激进的扩张也使海底捞付出了沉重的代价。在疫情影响下，公司在 2020 年新开的店铺未达到预想的客流，却为公司带来巨大的运营资金压力。海底捞被迫推出“啄木鸟计划”，在 2021 年底大幅关闭了 276 家店，又在 2022 年关闭了 50 家店。关店带来的一次性资产处置损失与减值损失造成公司在 2021 年与 2022 上半年持续亏损。

很多人将海底捞的关店归咎于管理层对疫情的错判，是决策上的失误。可我们倾向于认为，海底捞在疫情期间大幅开店又大幅关店的情况很大程度上表明公司长期扩张的步伐遇到了较大的阻力。

在我们看来，更多年轻而有创意的火锅品牌不断崛起，加剧了行业竞争，并已经开始稀释海底捞的客流，使其未来店铺网络扩张的空间和潜力受到一定限制。这也解释了为什么海底捞在疫情之后依然采取较为谨慎和保守的开店策略。

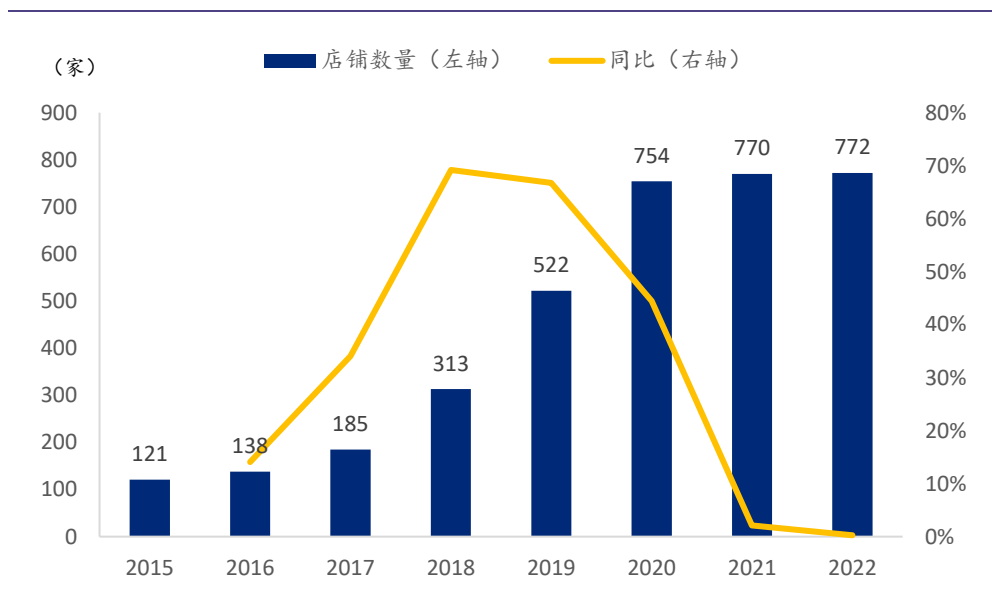
我们分析认为，海底捞未来的店铺扩张主要面临以下三大结构性的挑战。

（1）高线城市接近饱和，继续加密空间较小

公司管理层曾经一直都声称海底捞在一二线城市的店铺数远未达到饱和。基于这一假设，海底捞在疫情前持续在一二线城市店铺进行加密。

然而，在疫情的催化下，海底捞 2021 年在一线城市首次出现了净关店，在二线城市的开店速度也大幅减慢。

图表 17：一、二线城市的店铺数量及同比变化

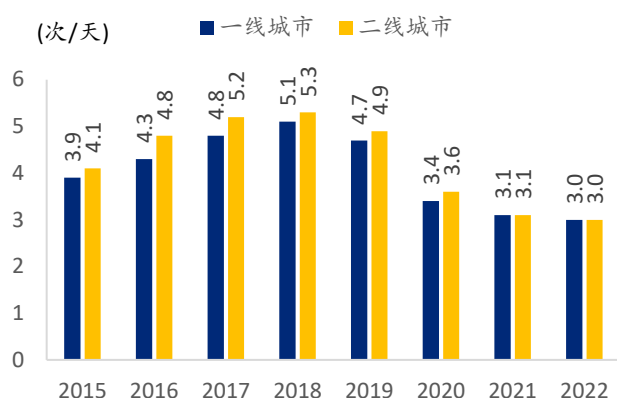


资料来源：公司数据、浦银国际

实际上，海底捞在一二线城市的同店销售与同店翻台率在 2019 年就出现了同比下降的趋势，并在疫情以后出现大幅下滑。翻台率是衡量餐饮品牌饱和度的重要指标。翻台率的下降很大程度上说明海底捞在一二线城市的布局基本饱和。

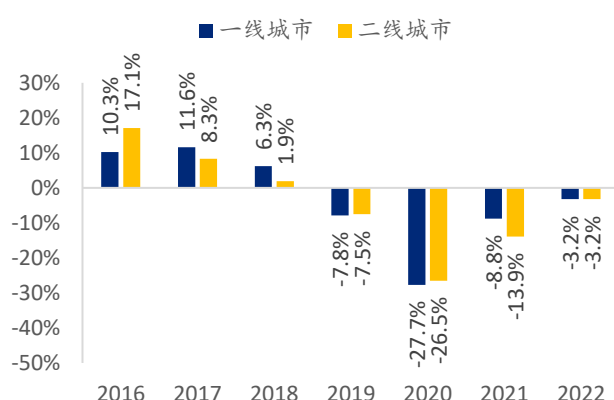
我们认为，若公司继续在一线城市对店铺进行加密，势必会导致单店客流被稀释，同店销售与翻台率将很难回到 2019 年疫情前的水平。

图表 18:一二线城市整体翻台率



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 19:一二线城市的同店翻台率同比变化

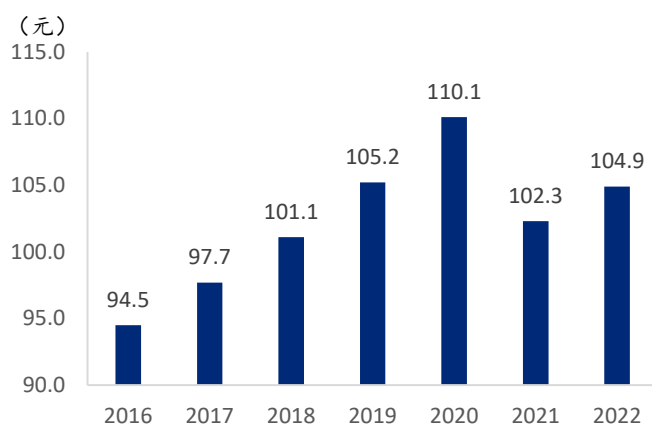


资料来源: 公司数据、浦银国际

(2) 向低线城市下沉阻力较大

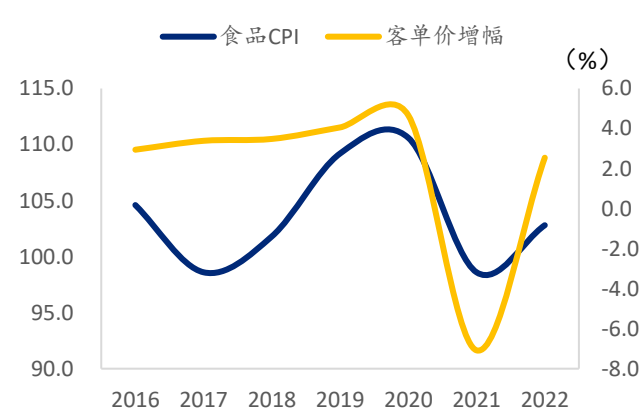
在一二线城市接近饱和的情况下, 向低线城市扩张与渗透无疑是公司未来长期主要的增长动力。然而, 海底捞无论是定位还是定价都偏高端, 与低线城市主流消费者的消费力不符。这也为海底捞日后持续下沉带来一定阻力。

图表 20: 海底捞的客单价趋势



资料来源: 公司数据、浦银国际

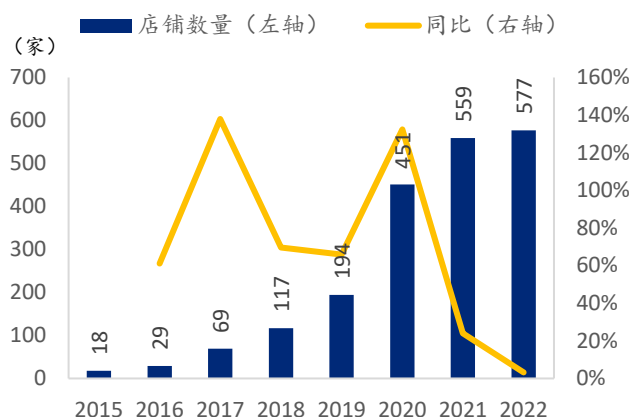
图表 21: 客单价增长与食品 CPI 的对比



注: 2021 年与 2022 年为剔除除港澳台以外的海外门店后数据。资料来源: 公司数据、浦银国际

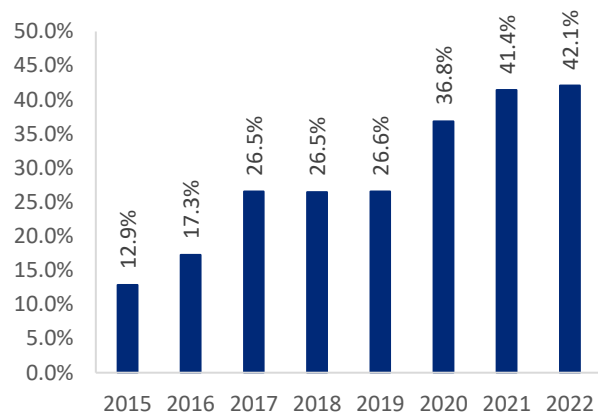
在 2017-2019 年期间, 海底捞在三线及以下城市的店铺占比始终维持在 26% 左右。2020 年, 在疫情的冲击下, 海底捞反其道而行之, 在三线及以下城市进行了大幅的店铺扩张, 希望以相对低廉的租金锁定高质量的铺位, 从而实现对低线城市的渗透。2020 年底, 海底捞在三线及以下城市的店铺数大幅从 2019 年底的 194 家暴涨至 2020 年底的 451 家, 占比从 2019 年底的 26.6% 升至 2020 年底的 36.8%。

图表 22:三线及以下城市的店铺数量与同比增长



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 23:三线及以下城市店铺数占比

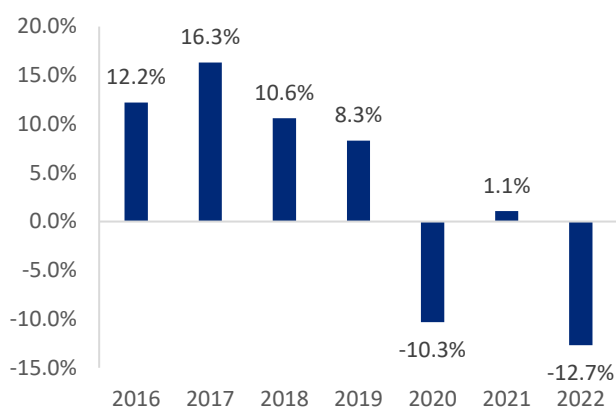


注：2021 年与 2022 年为剥离除港澳台以外的海外门店后数据。

资料来源：公司数据、浦银国际

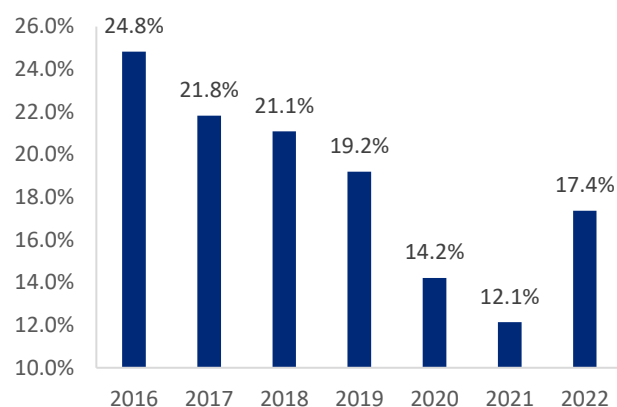
然而，公司错误估计了疫情持续的时间，高估了低线城市的消费力，同时也高估了自己在低线城市消费者之间的影响力，最终导致公司盈利能力急速恶化。

图表 24:三线及以下城市的同店增长



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 25:海底捞餐厅利润率



注：2021 年与 2022 年为剥离除港澳台以外的海外门店后数据。

资料来源：公司数据、浦银国际

我们认为，海底捞想要在三线城市有所作为，公司必须在保证不降低食材质量与服务水平的情况下灵活调整产品价格，尽可能迎合三四线城市消费者的消费能力。在这个过程中，公司必须表现出更高的运营效率和更强的费用管理能力，才能保证整体盈利能力不受影响。

（3）较难维持标准化运营与高水准服务质量

餐饮企业的口碑对于餐饮企业的品牌力有着非常大的影响。作为一家全直营连锁经营的餐饮企业，随着店铺数的不断增加，公司标准化管理的难度也会不断加大。

海底捞以标准化的菜品、热情周到的服务以及优质的就餐体验闻名全国。然而近两年，在店铺数暴涨的情况下，消费者对海底捞口味与服务的不满与抱怨之声时有出现。这也对企业的品牌形象造成了一定的伤害。

我们认为，随着公司店铺网络持续扩张，公司必须要长期做到两个一致性：

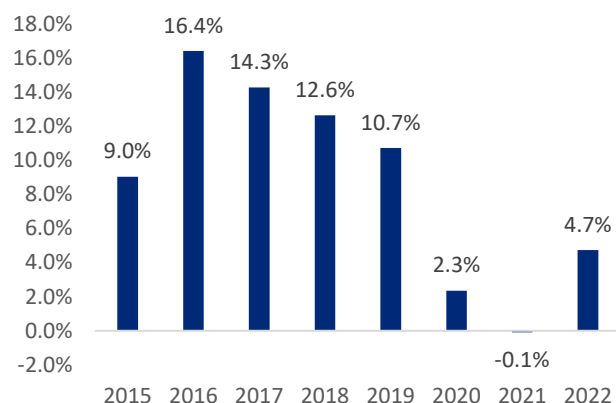
- （1）同一家门店的产品与服务水平能够始终保持一致；
- （2）不同区域与城市的门店，产品与服务水平基本保持一致。

如果新开门店无法维持海底捞一贯高品质的菜品与服务质量，则宁愿放慢扩张步伐，以免为公司在消费者心目中的品牌力与品牌形象带来负面影响。

盈利能力的恢复与提升是短期最大的亮点

海底捞的经营利润率在 2016-2021 年这五年里持续下降。除了疫情的影响以外，海底捞利润率下降也归因于行业竞争加剧以及公司在运营与开店上的战略与决策。

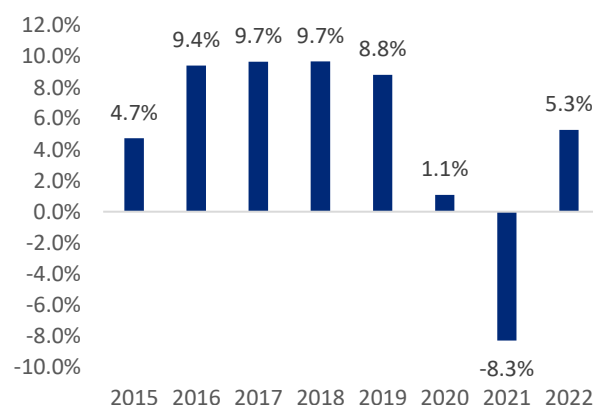
图表 26:核心经营利润率



注：2021 年与 2022 年为剥离除港澳台以外的海外门店后数据。

资料来源：公司数据、浦银国际

图表 27:核心归母净利率



注：2021 年与 2022 年为剥离除港澳台以外的海外门店后数据。

资料来源：公司数据、浦银国际

人员激励和培训机制导致员工费率居高难下

过去几年里，海底捞单店的员工数在持续下降，但人工成本占收入的比例却在不断上升。我们认为这主要是因为以下几个原因：

(1) 海底捞采取基本工资加计件工资的模式。员工的计件工资很大程度上与门店收入挂钩。这无疑激励了员工的工作士气，但同时也减小了门店员工的经营杠杆。这可能导致从新开门店发展到成熟门店的过程中，员工费用率很难有显著的下降。

(2) 海底捞特有的学徒制和干部培训计划对后续新开门店管理人才的培养起到了积极的作用。然而，学徒制的分红规则（店长可从徒弟以及徒孙的门店盈利中进行抽成）虽然提升了门店管理人员培养新人的积极性，但也加大了新开门店的利润压力。

(3) 在海底捞门店大幅扩张期间（2017-2020 年），其干部培育计划要求各个门店必须配备一定的干部储备人才，并对他们进行培训。这是海底捞单店人工费用居高不下的另一个原因。

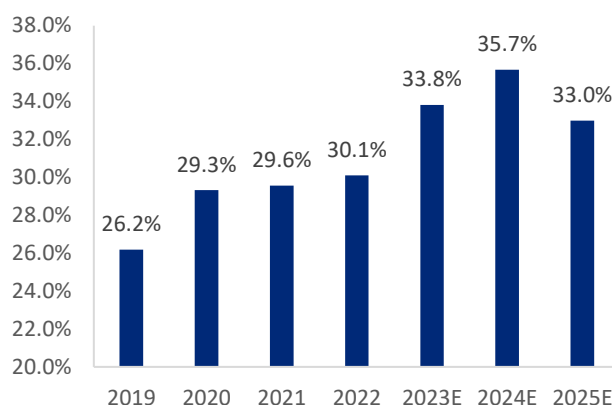
图表 28:平均单店员工数



注：由于特海于 2022 年分拆，2022 年数据剔除特海业务范畴，其余年份包含海外业务。平均单店员工数=员工总数/门店数。

资料来源：公司数据、浦银国际

图表 29:人工成本占收入的比例



注：2021 年与 2022 年为剥离除港澳台以外的海外门店后数据。

资料来源：公司数据、浦银国际

行业竞争与高速扩店导致翻台率下降影响盈利能力

经营利润率的下滑很大程度上归咎于翻台率的下降。尽管企业已经尽可能的将餐厅的运营成本和费用与销售挂钩，但其中依然有相当一部分为固定运营费用，比如租金和折旧。翻台率下降将直接导致单店收入规模缩水，从而带来运营负杠杆，使单店的经营利润率下降。

过去十年里，火锅行业竞争不断加剧，新兴玩家不断涌入，行业格外内卷。新玩家的进入无可避免的分流了海底捞的一部分客源。另一方面，海底捞在 2016-2020 年间高速开店，尤其是在高线城市对现有门店不断加密。这也导致海底捞老店的单店客流被新开门店所稀释。

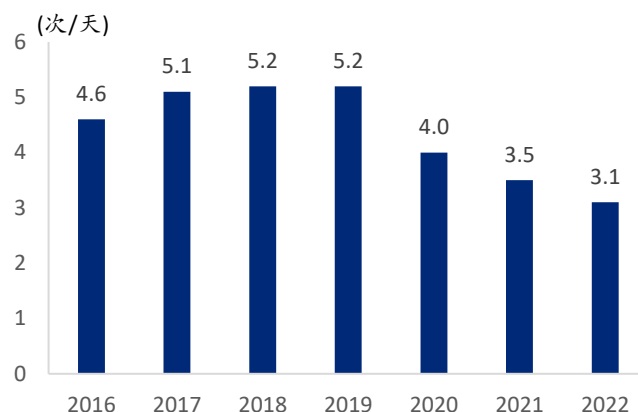
另外，我们认为公司在疫情初期加速开店并往低线城市下沉也是导致疫情期间海底捞经营利润率加速恶化的原因之一。2020 年，海底捞净开店 494 家，是 2021 年净开店数的 1.7 倍。然而，受疫情的影响，这些新开门店的客流非常弱，翻台率与上座率都不理想，导致餐厅的盈利非常差。这大幅拉低了公司整体的经营利润率水平。

图表 30: 海底捞整体翻台率



注：2021 年与 2022 年为剥离除港澳台以外的海外门店后数据。
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 31: 海底捞同店翻台率



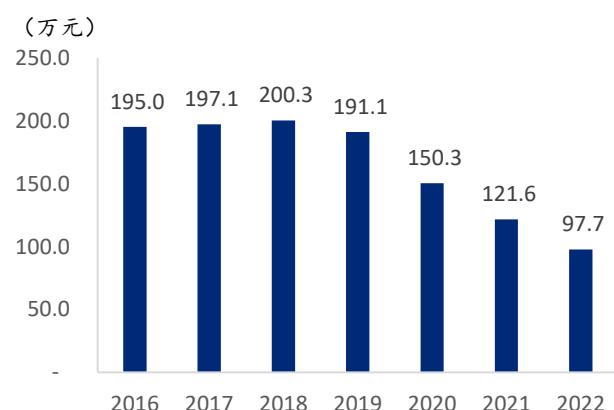
注：2021 年与 2022 年为剥离除港澳台以外的海外门店后数据。
资料来源：公司数据、浦银国际

品牌优势减小可能导致公司租金上涨

如前文所述，火锅行业的竞争正在不断加剧，新进网红火锅品牌的不断崛起正在削弱海底捞原有的品牌优势。这可能会导致海底捞（相对于其他火锅品牌）在获客引流能力方面的优势也逐步缩小。

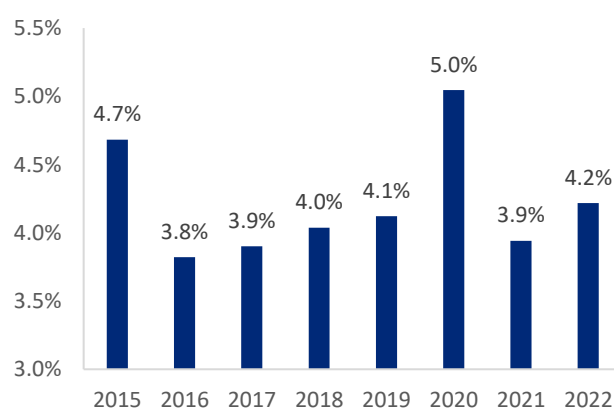
随着竞争的升级，海底捞对选址的要求将不断升高。与此同时，地段比较好的购物商场向海底捞提供相对较为优惠租金的意愿与动机也将大为降低。这将造成海底捞未来在租金方面的优势逐渐减小，租金占收入的比例有可能将逐渐增加，最终导致利润率降低。

图表 32: 海底捞平均单店租金水平



注：2021 年与 2022 年为剥离除港澳台以外的海外门店后数据。
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 33: 海底捞租金占收入的比例



注：2021 年与 2022 年为剥离除港澳台以外的海外门店后数据。
资料来源：公司数据、浦银国际

盈利能力有望持续提升，但短期较难回到疫情前

在经历了疫情的无情打击之后，公司从 2021 年开始转变策略，推出“啄木鸟计划”，关闭或关停部分亏损店和低效店，并开始将目光从门店扩张转向盈利的恢复和提升。通过更精细化和数字化管理以及更高效的员工排班系统，海底捞争取将人工效率最大化，从而降低人工费用率。

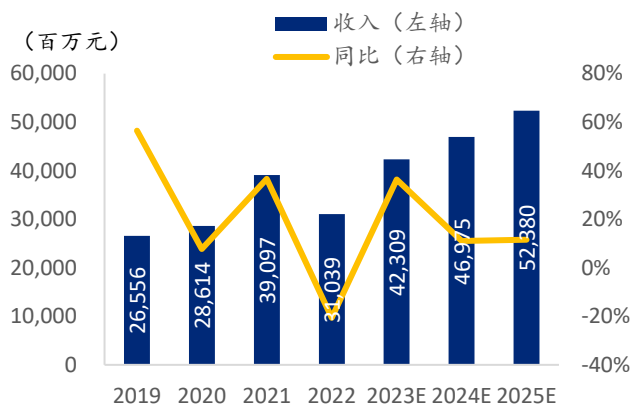
在公司降本增效的努力下，海底捞 2022 年的经营利润率大幅恢复至 4.7%。同时，管理层表示，海底捞平均单店的保本翻台率已经从原先的 3 次降到 2-3 次。

进入 2023 年之后，海底捞翻台率也在逐月提升。随着收入规模的逐渐恢复，我们预计海底捞单店的经营利润率还有继续上升的空间。但考虑到行业竞争加剧，海底捞的翻台率恐怕很难回到疫情前 4 以上的水平，经营利润率短期要回到 10% 以上也有较大的难度。

盈利预测

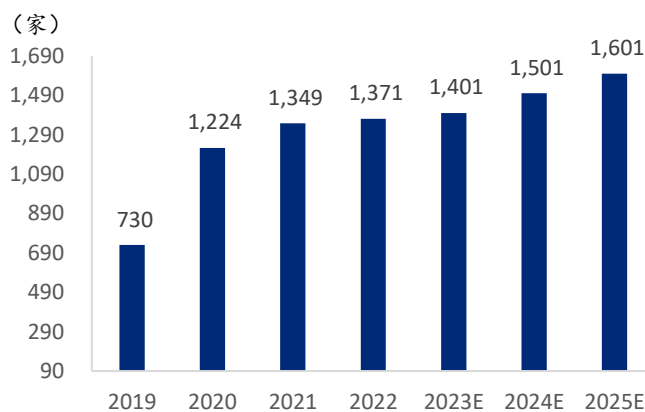
(1) 收入

图表 34：海底捞收入与同比增速，2019-2025E



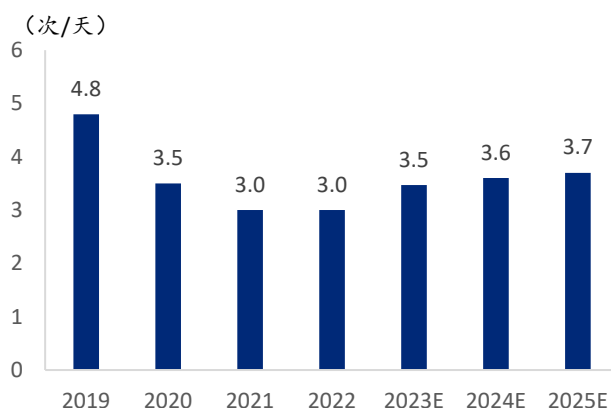
注：E=浦银国际预测；
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 35：海底捞门店数，2019-2025E



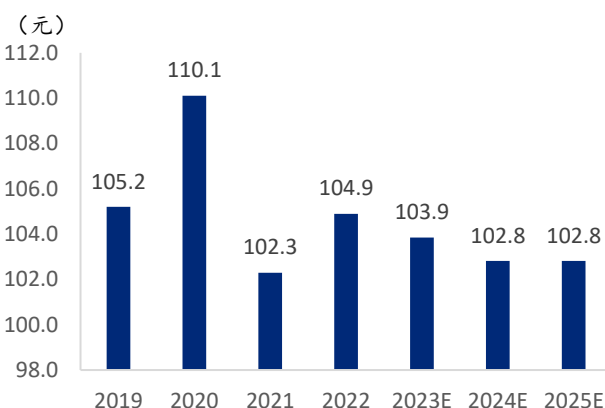
注：E=浦银国际预测；
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 36：海底捞翻台率，2019-2025E



注：E=浦银国际预测；
资料来源：公司数据、浦银国际

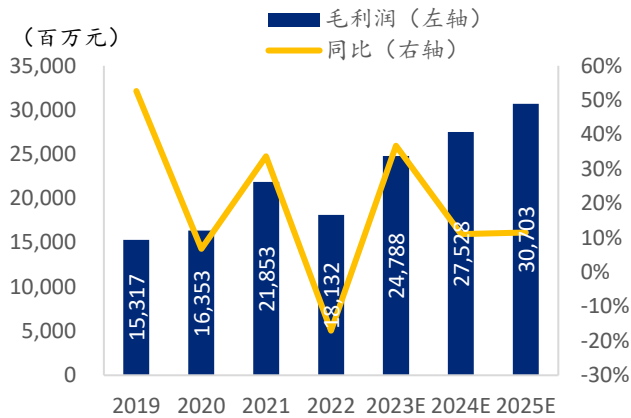
图表 37：海底捞客单价，2019-2025E



注：E=浦银国际预测；
资料来源：公司数据、浦银国际

(2) 利润率

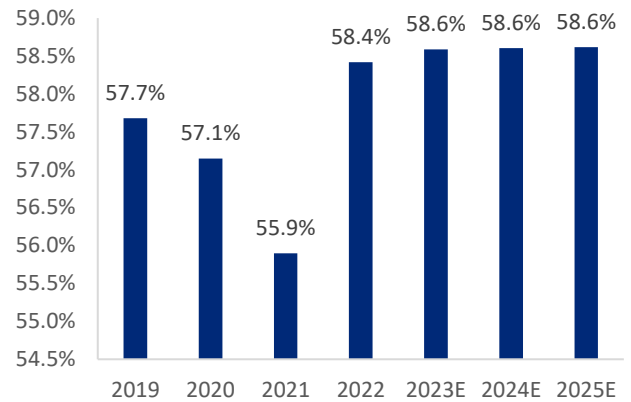
图表 38: 海底捞毛利与同比增速, 2019-2025E



注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司数据、浦银国际

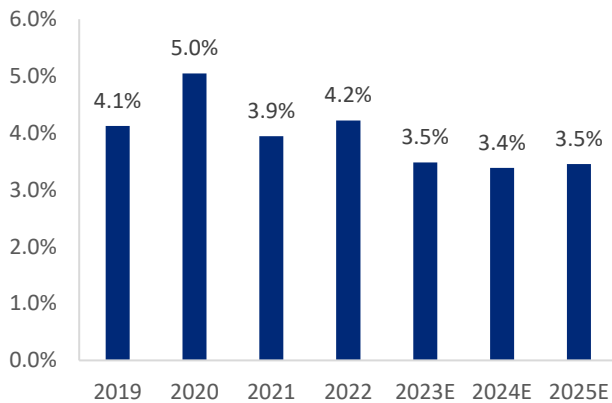
图表 39: 海底捞毛利率, 2019-2025E



注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司数据、浦银国际

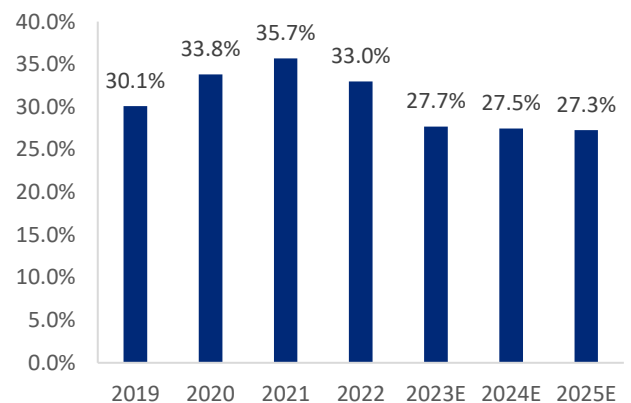
图表 40: 海底捞租金费用率, 2019-2025E



注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司数据、浦银国际

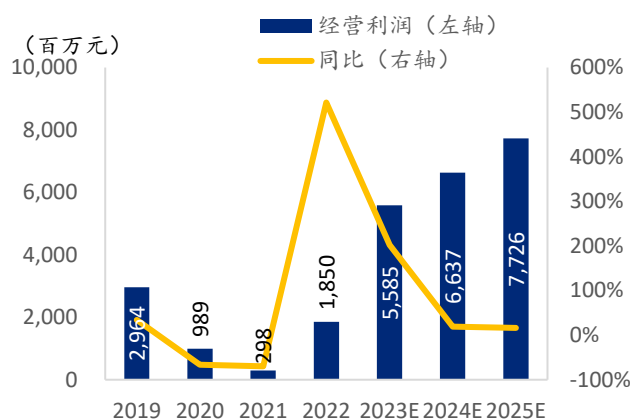
图表 41: 海底捞员工成本占收入比例, 2019-2025E



注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司数据、浦银国际

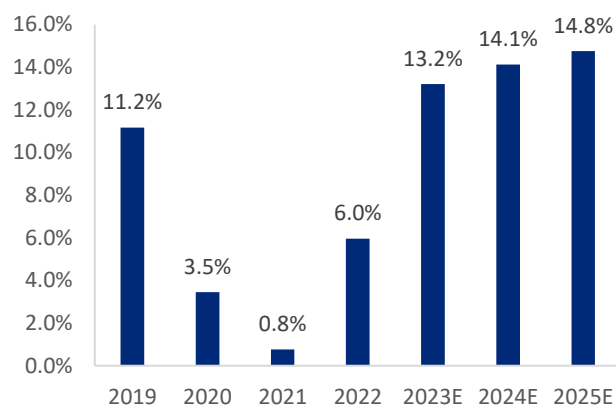
图表 42: 海底捞经营利润与同比增速, 2019-2025E



注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 43: 海底捞经营利润率, 2019-2025E

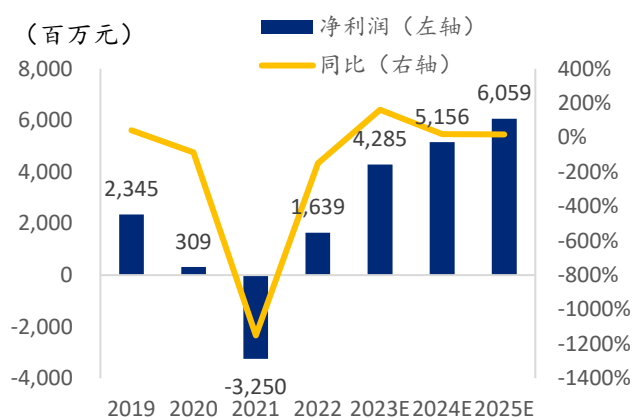


注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司数据、浦银国际

(3) 净利润与净资产回报

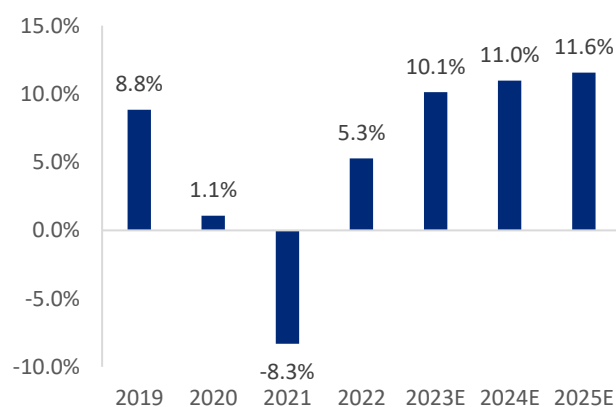
图表 44: 海底捞净利润与同比增速, 2019-2025E



注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 45: 海底捞净利率, 2019-2025E



注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 46：杜邦净资产收益率（ROE）分析

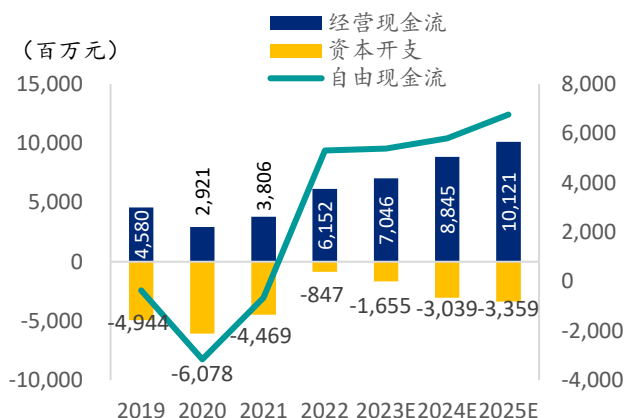
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	57.7%	57.1%	55.9%	58.4%	58.6%	58.6%	58.6%
销售、管理费用率	-46.5%	-53.7%	-55.1%	-52.5%	-45.4%	-44.5%	-43.9%
EBIT 利润率	11.2%	3.5%	0.8%	6.0%	13.2%	14.1%	14.8%
税前利润/EBIT	1.10	0.74	(10.31)	1.14	1.01	1.02	1.03
净利润/税前利润	0.72	0.42	1.06	0.77	0.76	0.76	0.76
净利润/归母净利润	8.8%	1.1%	-8.3%	5.3%	10.1%	11.0%	11.6%
净利润率	1.63	1.19	1.41	1.26	1.75	1.62	1.53
资产周转率	1.69	2.31	3.06	3.21	2.60	2.21	1.97
财务杠杆	24.4%	3.0%	-35.8%	21.3%	46.0%	39.3%	35.0%
ROE	57.7%	57.1%	55.9%	58.4%	58.6%	58.6%	58.6%

注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据，浦银国际

(4) 资产负债表与现金流

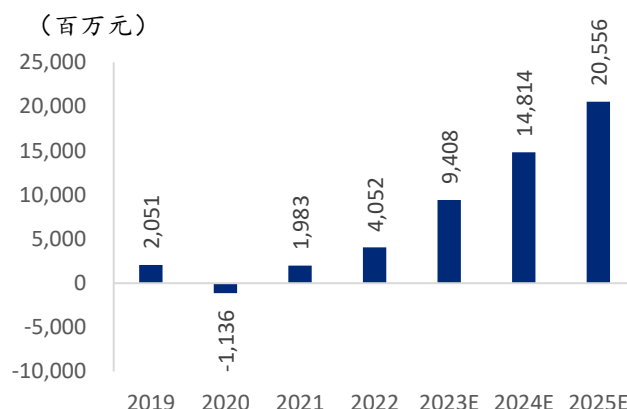
图表 47：海底捞经营现金流、资本开支与自由现金流，2019-2025E



注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据、浦银国际

图表 48：海底捞的净现金，2019-2025E



注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据、浦银国际

目标价与估值

海底捞虽然规模优势明显，但品牌发展趋势和开店空间存在不确定性。我们用 11x 2024E EV/EBITDA（接近国际餐饮企业平均估值水平 35% 的折扣）进行估值最终得到 24.9 港元的目标价（相当于 24x 2024E P/E），潜在升幅为 13.2%。

风险提示

海底捞股价可能面对的下行风险包括：

- （1）餐饮行业竞争加剧；
- （2）消费力进一步衰退；
- （3）店铺扩张空间受限愈发严重；
- （4）品牌优势减小。

海底捞股价可能面对的上行风险包括：

- （1）行业竞争有所放缓；
- （2）消费力提升；
- （3）公司成功推新出圈；
- （4）店铺加速扩张。

图表 49: SPDBI 目标价: 海底捞



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 50: SPDBI 消费行业覆盖公司

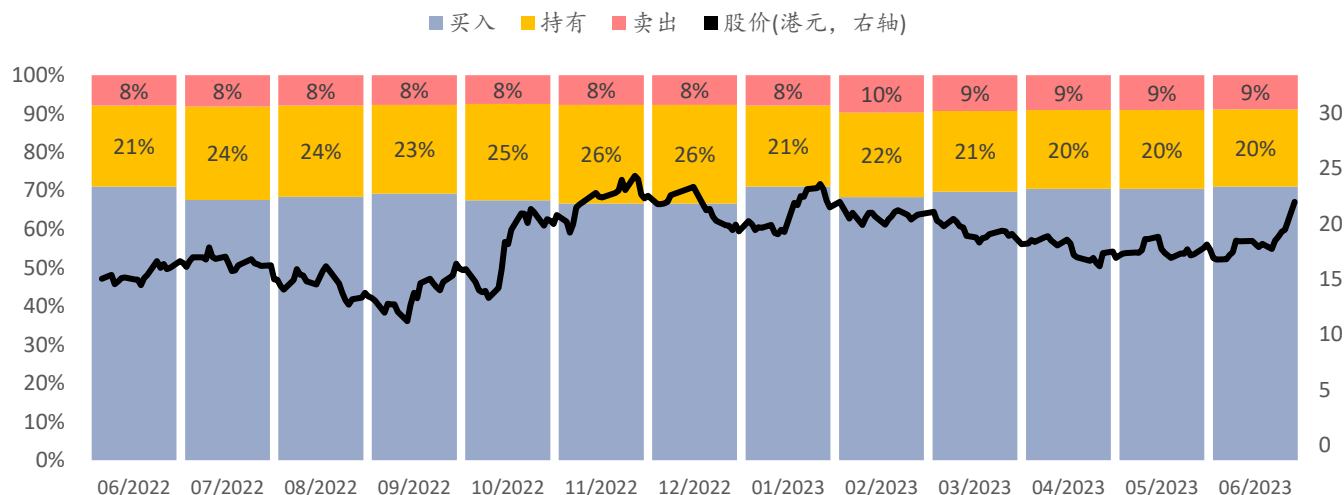
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	48.3	买入	51.9	2023 年 7 月 5 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	93.3	买入	95.0	2023 年 4 月 13 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	1.2	2023 年 5 月 12 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	7.1	买入	8.4	2023 年 7 月 3 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.4	买入	10	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	59.8	买入	77.2	2023 年 7 月 31 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	481.8	买入	601.8	2023 年 7 月 31 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	22.0	持有	24.9	2023 年 7 月 31 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	16.1	买入	21.1	2023 年 7 月 31 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	15.4	买入	18.8	2023 年 7 月 31 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	50.5	买入	80.4	2023 年 3 月 27 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	91.3	买入	126.7	2023 年 5 月 3 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	19.2	持有	26.2	2023 年 5 月 4 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	70.6	买入	100.0	2023 年 4 月 26 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	100.0	持有	121.0	2023 年 4 月 26 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	11.4	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.7	买入	35.4	2023 年 5 月 2 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	29.9	买入	40.2	2023 年 3 月 31 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	11.0	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.8	持有	7.6	2022 年 12 月 7 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.6	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	22.7	买入	42.8	2023 年 2 月 20 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.8	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.8	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品

注: 截至 2023 年 7 月 31 日午市收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

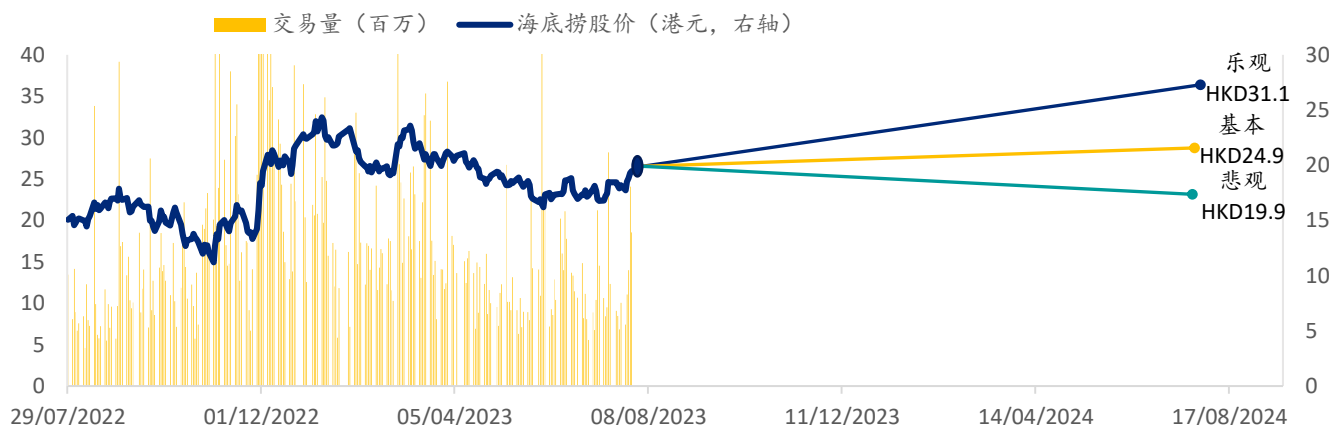
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 51: 海底捞市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 52: 海底捞 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 31.1 港元

概率: 25%

- 2024 年, 海底捞新开 150 家门店;
- 海底捞 2024 年同店增长率达 10%;
- 整体费用率增速放缓, 经营利润率 2024 年增长 150bps。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 19.9 港元

概率: 20%

- 2024 年, 海底捞新开 80 家门店;
- 海底捞 2024 年同店增长率不及 3%;
- 公司经营利润率 2024 年同比增长 50bps。

资料来源: 浦银国际

公司背景

● 公司介绍

海底捞创建于 1994 年，经历近 30 年的成长已成为目前中国最大的连锁火锅企业，并于 2018 年在港交所成功上市（股票代码：6862.HK）。海底捞集团在 2022 年末将除港澳台门店外海外业务分拆成为特海国际，并于港交所上市。截至 2022 年末，海底捞（剔除特海国际）已在开设 1371 间门店，其中 1349 间设于中国内地。

海底捞 1994 年成立于四川，最初是一家以经营麻辣烫为主的餐饮店，后经数年发展成为以经营四川风味火锅为主的连锁火锅餐饮企业。海底捞以“服务周到”为核心服务理念，给消费者留下较好的用餐体验。

除餐厅业务以外，公司从 2010 年起开展自营火锅外卖业务。截至 2022 年末，外卖业务贡献收入占比达 4.1%。在提供火锅食材之余，海底捞也提供锅具以及与入店相映衬的服务水平。

同时，公司也开展调味品及食材销售，贡献收入占比也不断提升。海底捞于 2013 年在香港注册颐海国际，主营业务为生产和售卖海底捞品牌火锅底料。

财务上，公司 2022 年收入人民币 310 亿元，其中来自中国大陆的收入贡献 93.1%，海外地区贡献收入总额的 6.9%。2022 年公司归母净利润为 16.4 亿元，归母净利润率为 5.3%。

● 前十大股东

图表 53：海底捞主要股东

	主要股东	占比 (%)
1	NP United	32.33
2	ZY NP LTD	20.61
3	SP NP LTD	7.37
4	LHY NP LTD	6.03
5	SYH NP LTD	3.29
6	Credit Suisse Trust	3.21
7	Morgan Stanley	1.81
8	Vanguard Group Inc/The	0.91
9	BlackRock Inc	0.86
10	China Universal Asset Management Co Ltd	0.49

注：截至 2023 年 7 月 29 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 公司历史

图表 54：海底捞发展里程碑

时间	里程碑
1994	海底捞创立于四川省简阳市
1999	海底捞走出四川在陕西设立省外第一间分店
2010	推出自营火锅外卖服务
2012	海底捞在新加坡开设第一间海外分店，开启全球化道路
2013	颐海国际在香港注册成立
2016	颐海国际在香港挂牌上市
2018	海底捞在港交所挂牌上市
2021	推出“啄木鸟计划”，关注经营业绩不佳门店，并采取相应措施
2022	海底捞分拆海外业务并在港交所主板单独上市

资料来源：公司资料、浦银国际

● 公司管理层

图表 55：海底捞公司管理层

姓名	职位	履历
张勇	执行董事	海底捞创始人之一，拥有逾 20 年餐饮管理经验。他于 2015 年获委任为董事，其后于 2018 年调任执行董事及董事会主席。他于 2018 年 1 月至 2022 年 3 月担任公司首席执行官，主要负责领导公司董事会及高级管理层团队，指导及监督海底捞集团的运营及制定集团的长期战略。张勇在集团成立以来曾任多个职务。1994-2001 年，任四川海底捞总经理，2001-2009 年任四川海底捞执行董事兼总经理。自 2009 年起，张勇一直任四川海底捞董事兼董事长，并于 2018 年调任非执行董事。
杨利娟	执行董事及首席执行官	于 2021 年 8 月 24 日及 2022 年 3 月 1 日分别获委任为公司执行董事及首席执行官。她自 2018 年 1 月 17 日起至 2022 年 3 月 1 日担任公司首席运营官，并于 2021 年 8 月 24 日至 2022 年 3 月 1 日担任集团副首席执行官。她主要负责统筹集团的管理及战略发展。她亦曾于 2015 年 7 月至 2018 年 1 月担任公司董事。她于 1997 年 6 月至 2001 年 3 月担任四川海底捞经理。自 2001 年 4 月起，她担任四川海底捞董事，并于 2018 年 1 月调任为四川海底捞的非执行董事。杨利娟女士于 2016 年 9 月完成长江商学院举办的中国企业 CEO/金融 CEO 课程。
李朋	联席公司秘书及授权代表	于 2021 年 8 月 24 日获委任为执行董事，并于 2022 年 12 月 30 日获委任为公司的联席公司秘书及授权代表。他自 2020 年 4 月起任职公司财务总监，主要负责集团的财政及预算。他于 2014 年加入集团，历任公司财务管理部共享中心高级经理及海外财务高级经理。他在财务及会计领域具备丰富知识，拥有逾 20 年经验。于加入集团前，李朋先生在消费行业众多大型公司担任多个职位。于 2002 年 3 月至 2012 年 3 月，李朋先生于中粮可口可乐饮料（陕西）有限公司（前称西安中萃可口可乐饮料有限公司）历任会计师、分公司财务经理及中心控制经理。于 2012 年 4 月至 2014 年 1 月，李朋先生担任百威（中国）销售有限公司北京分公司财务经理。
高洁	执行董事、数字运营中心总监	于 2020 年 8 月 25 日获委任为执行董事。高洁女士自 2020 年 8 月起担任公司数字运营中心（原名：超级 APP 事业部）总监。她自 2018 年 5 月起于澳门海底捞餐饮一人有限公司担任总经理并自 2019 年 7 月起担任其运营总监。自 2017 年 9 月至 2018 年 4 月，她担任香港海底捞有限公司的店经理助理。自 2016 年 8 月至 2017 年 9 月，高洁女士担任公司总经理办公室助理。自 2016 年 2 月至 2016 年 8 月，其担任北京微酷客科技有限公司的文案策划，负责电商运营。自 2014 年 12 月至 2016 年 2 月，高洁女士于北京四三九九信息科技有限公司担任游戏策划。自 2013 年 9 月至 2014 年 8 月，其亦于西班牙格拉纳达大学孔子学院担任汉语教师。高洁女士于 2012 年 7 月取得中国郑州大学的对外汉语专业学士学位及英语专业学士学位，并于 2015 年 7 月取得北京大学的汉语言文字学专业硕士学位。
宋青	执行董事、采购总监	于 2021 年 8 月 24 日获委任为执行董事。她于 2021 年 6 月及 2021 年 11 月起分别任职公司采购总监及产品委员会主任，主要负责集团的采购及产品的规划。宋青女士自 2000 年 8 月起加入集团历任多个职位。她于 2015 年 5 月至 2021 年 5 月任职公司的教练，于 2008 年 8 月至 2015 年 5 月任职公司地区经理并于 2002 年 5 月至 2008 年 7 月任职多个地区的门店店长。宋青女士于 2018 年 1 月获得南开大学的旅游管理专业（在线课程）的专科学历。

资料来源：公司年报、浦银国际

● 财务报表

图表 56：海底捞利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	39,097	31,039	42,309	46,975	52,380
同比	36.6%	-20.6%	36.3%	11.0%	11.5%
营业成本	-17,243	-12,906	-17,521	-19,447	-21,677
毛利润	21,853	18,132	24,788	27,528	30,703
毛利率	55.9%	58.4%	58.6%	58.6%	58.6%
员工费用	-13,950	-10,240	-11,710	-12,909	-14,298
租金费用	-1,541	-1,309	-1,473	-1,590	-1,808
能源费用	-1,386	-1,048	-1,433	-1,590	-1,772
折旧与摊销	-3,193	-2,560	-3,093	-3,240	-3,415
其他费用	-1,815	-1,506	-1,864	-1,933	-2,054
经营利润	-32	1,470	5,215	6,267	7,356
经营利润率	-0.1%	4.7%	12.3%	13.3%	14.0%
财务费用	-214	-85	-95	-16	65
其他收益或支出	-2,824	733	519	536	558
税前盈利	-3,070	2,118	5,639	6,787	7,979
所得税	-178	-480	-1,353	-1,629	-1,915
所得税率	-5.8%	22.7%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润	-3,248	1,637	4,285	5,158	6,064
减：少数股东损益	-2	1	-1	-3	-5
归母净利润	-3,250	1,639	4,285	5,156	6,059
归母净利率	-8.3%	5.3%	10.1%	11.0%	11.6%
同比	n.m.	-150.4%	161.5%	20.3%	17.5%

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 57：海底捞资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,805	6,621	11,911	17,317	23,059
应收票据及应收账款	368	307	505	319	599
预付款项	2,768	1,650	3,000	3,000	3,000
存货	1,456	1,142	2,026	1,490	2,430
其他流动资产	1,009	787	787	787	787
流动资产合计	11,406	10,507	18,229	22,913	29,875
长期股权投资	351	257	346	452	580
固定资产	9,315	5,645	4,183	3,251	2,409
使用权资产	5,819	3,866	3,505	3,664	3,675
无形资产	132	105	78	59	44
商誉	85	85	85	85	85
递延所得税资产	526	601	170	170	170
租金保证金	367	209	280	280	280
其他非流动资产	20	165	165	165	165
非流动资产合计	16,616	10,933	8,812	8,126	7,408
短期借款	3,583	2,364	2,300	2,300	2,300
应付票据及应付账款	1,944	1,321	2,519	1,743	3,008
合同负债	745	794	800	800	800
租赁负债	1,202	898	800	800	800
应交税费	103	58	60	60	60
其他应付款	1,753	1,477	1,600	1,600	1,600
其他流动负债	555	321	321	321	321
流动负债合计	9,886	7,232	8,400	7,624	8,889
递延所得税负债	31	158	150	150	150
租赁负债	6,045	4,296	5,003	5,905	6,367
长期借款	261	232	230	230	230
长期债券	3,796	2,046	2,046	2,046	2,046
其他非流动负债	74	19	20	20	20
非流动负债合计	10,207	6,751	7,449	8,351	8,813
股本	0	0	0	0	0
储备	7,914	7,443	11,178	15,048	19,561
少数股东权益	14	13	14	16	21
所有者权益合计	7,929	7,456	11,192	15,065	19,582

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 58：海底捞现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
税前利润	-3,976	1,914	5,639	6,787	7,979
折旧与摊销	4,548	3,807	3,904	4,081	4,404
财务费用	612	410	95	16	-65
固定资产抛售损失	1,958	-35	0	0	0
减值准备	1,751	245	-400	-250	-200
存货的减少	-302	127	-884	536	-940
经营性应收项目的减少	-673	819	-1,619	185	-280
经营性应付项目的增加	564	-320	1,322	-776	1,265
应付第三方款项	-19	-149	0	0	0
税金	-702	-353	-928	-1,629	-1,915
其他	46	-313	-81	-106	-128
经营活动产生的现金流量净额	3,806	6,152	7,046	8,845	10,121
资本开支	-4,458	-841	-1,655	-3,039	-3,359
投资附属机构现金开支	-117	-20	0	0	0
金融性资产减少	-550	138	0	0	0
财务收入	15	106	100	179	260
受限制存款变化	197	-284	0	0	0
其他	-39	145	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-4,953	-757	-1,555	-2,860	-3,099
吸收投资收到的现金	1,826	0	-550	-1,285	-1,547
取得借款收到的现金	3,665	-3,065	-66	0	0
财务支出	-210	-205	-195	-195	-195
租赁性负债增加	-970	-1,068	610	901	462
其他	0	-650	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	4,311	-4,988	-201	-579	-1,279
外汇损失	-80	126	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	3,164	408	5,290	5,406	5,742
期初现金及现金等价物余额	2,683	5,767	6,621	11,911	17,317
期末现金及现金等价物余额	5,767	6,301	11,911	17,317	23,059

资料来源：公司数据、浦银国际预测

九毛九 (9922.HK): 成长空间可观, 运营能力卓越

我们认为, 在品牌热度持续上升以及高性价比的基础上, 太二与怂火锅未来的扩张空间较大。同时, 公司高效的运营理念也保障了其较强的盈利能力。我们首次覆盖九毛九, 首予“买入”评级。

- **太二品牌依然年轻, 成长空间较大:** 作为九毛九公司收入与利润贡献最大的品牌, 太二无论从品牌力、门店数和收入规模都是酸菜鱼赛道的领导者, 也是目前唯一的全国性酸菜鱼餐饮品牌。我们判断太二的品牌力仍处于上升趋势, 而门店数相较其他知名连锁餐饮品牌却有较大的差距。更重要的是, 太二具有较高的性价比以及灵活的定价机制。以上因素都确保了太二在低线城市有较高的下沉和扩张空间。
- **灵活高效的运营模式带来较强的盈利表现:** 太二所采取的一系列独有的门店运营模式和运营策略(比如采用较为紧凑的店型、精简的菜单、限制就餐人数等)不仅符合其品牌形象与定位, 也最大化了门店运营效率, 提升了盈利能力。另外, 公司在供应链方面也在积极寻求深度参与(比如设立供应链中心和中央厨房以及自给鲈鱼养殖场), 简化采购流程, 提升供应链效率, 从而改善毛利率。灵活高效的运营模式使九毛九在餐饮行业中拥有数一数二的盈利能力和韧性。
- **怂火锅将成为第二增长曲线:** 尽管怂火锅截至 2022 年末在全国只有 27 家店, 但怂火锅的知名度已经比较高, 且在消费者心中的口碑也在火锅玩家中名列前茅。我们认为怂火锅未来几年有机会基于较强的品牌热度来实现门店数的快速扩张。在较高的翻台率以及高效的运营模式下, 怂火锅已实现较高的门店利润率, 并有望在未来维持较强的盈利能力。
- **估值与评级:** 考虑到九毛九相对更大的扩张空间以及多品牌布局初见成效, 我们用 14.5x 2024E EV/EBITDA (接近国际餐饮企业平均估值水平 15%的折扣) 进行估值最终得到 18.8 港元的目标价(相当于 27x 2024E P/E)。给予“买入”评级潜在升幅 21.9%。首次覆盖九毛九, 首予“买入”评级。
- **投资风险:** (1) 餐饮行业竞争加剧; (2) 消费力持续下降; (3) 外出就餐意愿变弱。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,180	4,006	6,316	8,811	11,771
同比变动 (%)	54.0%	-4.2%	57.7%	39.5%	33.6%
股东应占净利	340	49	606	935	1,286
同比变动 (%)	174.0%	-85.5%	n.m.	54.2%	37.6%
PE (X)	60.3	416.2	33.8	21.9	16.0
EV/EBITDA (x)	35.7	81.4	18.2	11.6	8.2
ROE (%)	11.0%	1.6%	17.2%	21.7%	24.0%

资料来源: 公司报告、浦银国际

2023 年 7 月 31 日

九毛九

9922.HK

评级

买入

目标价(港元)	18.8
潜在升幅/降幅	+21.9%
目前股价(港元)	15.4
52 周内股价区间(港元)	11.5-23.93
总市值(百万港元)	22,429
近 3 月日均成交额(百万港元)	172.3

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注: 截至 2023 年 7 月 31 日午市收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



注: 截至 2023 年 7 月 31 日午市收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

浦银国际

首次覆盖

九毛九 (9922.HK)

财务报表分析与预测 - 九毛九

利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,180	4,006	6,316	8,811	11,771
同比	54.0%	-4.2%	57.7%	39.5%	33.6%
营业成本	-1,537	-1,447	-2,267	-3,119	-4,161
毛利润	2,642	2,559	4,048	5,693	7,610
毛利率	63.2%	63.9%	64.1%	64.6%	64.7%
员工费用	-1,057	-1,134	-1,513	-2,127	-2,847
租金费用	-513	-565	-704	-910	-1,178
能源费用	-132	-149	-230	-321	-429
折旧与摊销	-159	-190	-225	-297	-386
其他经营收入及收益	-350	-404	-496	-675	-890
经营利润	431	116	881	1,363	1,880
经营利润率	10.3%	2.9%	14.0%	15.5%	16.0%
财务费用	12	25	23	26	35
其他营业外收入 (支出)	62	-47	21	11	11
利润总额	506	94	925	1,400	1,926
所得税	-134	-39	-244	-350	-481
所得税率	-26.4%	-41.0%	-26.4%	-25.0%	-25.0%
净利润	372	56	681	1,050	1,444
减: 少数股东损益	-32	-6	-75	-116	-159
归母净利润	340	49	606	935	1,286
归母净利率	8.1%	1.2%	9.6%	10.6%	10.9%
同比	174.0%	-85.5%	n.m.	54.2%	37.6%

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,342	1,099	1,336	1,995	2,655
其他货币资金	738	863	863	863	863
应收票据及应收账款	409	505	936	1,075	1,612
存货	71	118	176	225	318
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产合计	2,559	2,585	3,311	4,158	5,448
固定资产	572	737	956	1,239	1,539
使用权资产	1,520	1,654	2,032	2,593	3,291
无形资产	18	25	27	27	26
附属机构投资	13	10	10	10	10
其他金融资产	321	154	154	154	154
递延所得税资产	82	115	115	115	115
其他非流动资产	49	127	127	127	127
非流动资产合计	2,576	2,822	3,421	4,266	5,263
租赁负债	391	443	446	569	721
应付票据及应付账款	141	188	328	382	565
短期借款	0	30	30	30	30
其他应付款	216	236	473	685	926
其他流动负债	57	58	60	62	64
流动负债合计	805	955	1,336	1,728	2,306
租赁负债	1,114	1,207	1,482	1,890	2,396
减值准备	32	38	38	38	38
其他非流动负债	852	963	1,344	1,736	2,314
非流动负债合计	1,998	2,208	2,864	3,664	4,748
股本	0	0	0	0	0
储备	3,083	3,174	3,768	4,545	5,588
少数股东权益	55	25	100	215	374
所有者权益合计	3,138	3,199	3,867	4,760	5,962

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
税前盈利	506	94	925	1,400	1,926
固定资产折旧	502	593	685	878	1,133
营运资金减少	-104	9	-112	78	-205
税务费用	-133	-88	-244	-350	-481
财务费用	75	81	95	121	152
财务收入	-14	-28	-26	-30	-39
其他	24	22	-20	-30	-40
经营活动产生的现金流量净额	856	684	1,303	2,067	2,446
资本开支	-336	-370	-436	-570	-675
无形资产投资	-6	-11	-10	-10	-10
财务收入	15	16	26	30	39
投资支付的现金和结构性存款	-63	-116	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-34	-68	0	0	0
其他	-66	-39	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-490	-588	-420	-550	-646
取得借款收到的现金	0	60	0	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	-697	-440	-633	-700	-897
偿还债务支付的现金	-43	-30	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-49	-71	-13	-157	-243
筹资活动产生的现金流量净额	-789	-481	-646	-858	-1,140
现金及现金等价物净增加额	-423	-384	237	659	660
期初现金及现金等价物余额	1,844	1,342	1,099	1,336	1,995
外汇损益	-79	141	0	0	0
期末现金及现金等价物余额	1,342	1,099	1,336	1,995	2,655

财务和估值比率

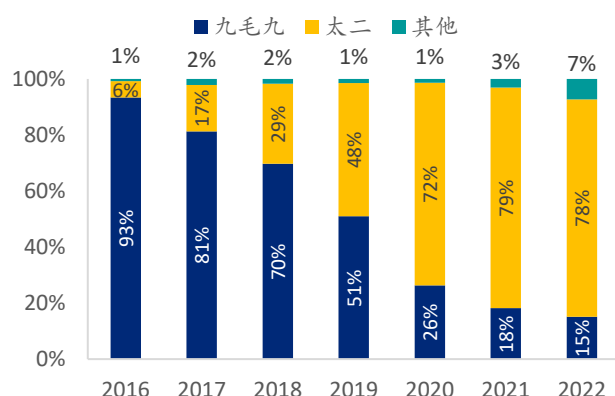
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.23	0.03	0.42	0.64	0.88
每股销售额	2.88	2.76	4.34	6.06	8.10
每股股息	0.05	0.01	0.11	0.17	0.23
同比变动					
收入	54.0%	-4.2%	57.7%	39.5%	33.6%
经营溢利	338.4%	-73.0%	656.6%	54.6%	37.9%
归母净利润	174.0%	-85.5%	n.m.	54.2%	37.6%
费用与利润率					
毛利率	63.2%	63.9%	64.1%	64.6%	64.7%
经营利润率	10.3%	2.9%	14.0%	15.5%	16.0%
归母净利率	8.1%	1.2%	9.6%	10.6%	10.9%
回报率					
平均股本回报率	11.0%	1.6%	17.2%	21.7%	24.0%
平均资产回报率	7.5%	1.1%	11.2%	13.9%	15.1%
资产效率					
应收账款周转天数	30.7	41.7	41.7	41.7	41.7
库存周转天数	14.5	23.8	23.6	23.5	23.8
应付账款周转天数	33.1	41.5	41.5	41.5	41.5
财务杠杆					
流动比率 (x)	3.2	2.7	2.5	2.4	2.4
速动比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
现金比率 (x)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
负债/权益	89.3%	98.9%	108.6%	113.3%	118.3%
估值					
市盈率 (x)	60.3	416.2	33.8	21.9	16.0
市销率 (x)	4.9	5.1	3.2	2.3	1.7
股息率	0.3%	0.1%	0.8%	1.2%	1.6%
EV/EBITDA (x)	35.7	81.4	18.2	11.6	8.2

九毛九 (9922.HK): 成长空间可观, 运营能力卓越

太二依然年轻, 成长空间较大

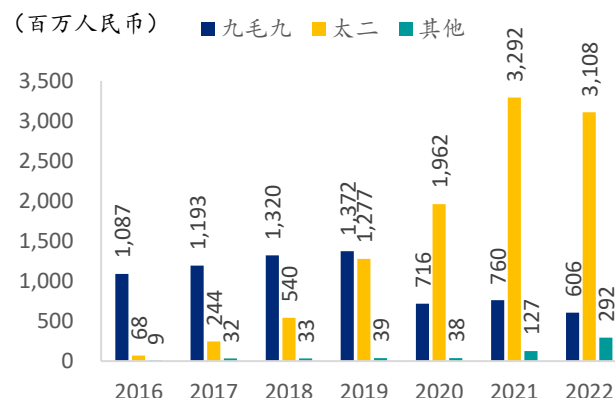
太二是九毛九旗下收入规模最大、知名度最高的品牌, 2022 年为九毛九贡献了 78% 的收入。因此, 太二的发展与扩张对公司未来的增长起到关键性作用。

图表 2: 太二、九毛九和其他品牌的收入占比



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 3: 太二、九毛九和其他品牌的收入



资料来源: 公司数据、浦银国际

2015 年, 太二创立于广州, 成立至今只有 8 个年头, 主要针对 85 至 95 后的年轻客群。无论是品牌标志、店内装潢、插画标语都体现了品牌迎合和吸引年轻消费族群的态度和决心。

图表 4: 店内装潢设计



资料来源: 浦银国际

图表 5: 店内摆设与标语



资料来源: 浦银国际

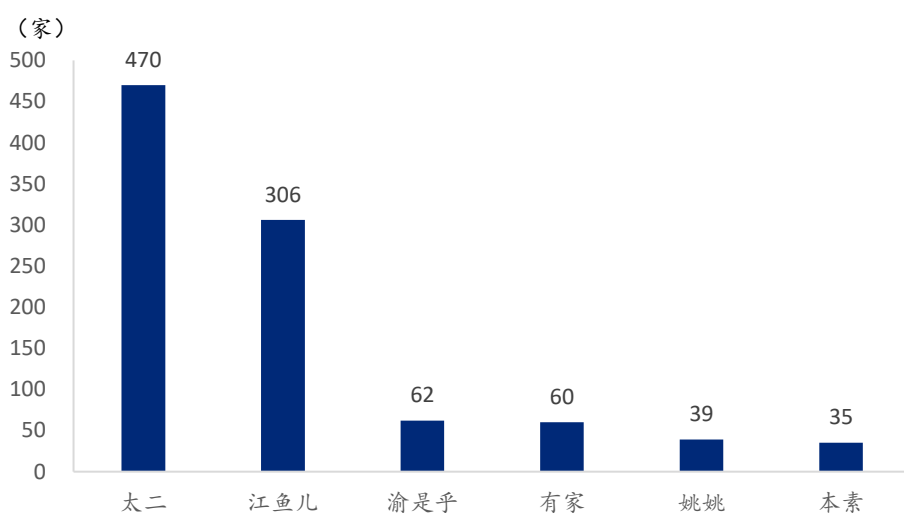
虽然经过了疫情的洗礼，餐饮行业消费情绪相较疫情前有所减弱，但就我们的观察和调研，太二在年轻人心目中依然具有较强的品牌热度和话题度。

基于太二的品牌发展趋势、细分赛道竞争格局、现有门店分布情况，我们判断太二未来仍然有较大成长空间。

（1）酸菜鱼赛道领导者，头部优势明显

相比火锅赛道，主打酸菜鱼大单品的餐厅在全服务正餐领域中属于较为细分的赛道，市场总体规模较小，玩家数相对较少。太二是酸菜鱼正餐领域中最大的玩家，门店数遥遥领先于排名第二的江鱼儿。

图表 6：主要正餐酸菜鱼连锁玩家的店铺数



注：数据截至 2023 年 7 月

资料来源：公司资料、浦银国际

要在某一大单品中成为领导者，菜品的口味和口碑起着决定性作用。专注于酸菜鱼细分领域使太二能够将产品质量、菜品口味以及运营效率做到极致，从而在这一细分赛道做到绝对的领导者。

年轻的形象、良好的口碑与差异化的服务使太二在酸菜鱼行业拥有远超对手的品牌力和知名度，为太二持续扩张打下坚实的基础。相较竞争对手，我们认为太二在面对供货商、商场业主和其他供应链上下游时会有更强的议价能力。

另一方面，纵观整个酸菜鱼赛道，太二是唯一的全国性玩家（门店分布于全国多个区域），其他大部分都是区域玩家（比如第二大玩家江鱼儿 85% 的餐厅都坐落在广东省），这也使太二未来全国化扩张的道路上所面对的竞争压力相对较小。

(2) 品牌处于发展期，门店扩张空间大

太二目前的店铺主要集中在华东地区（196 家）、广东省（125 家）、福建（31 家）及北京（23 家），而在其他省市的店铺数依然低于 20 家。

图表 7：太二的店铺分布



注：数据截至 2023 年 5 月

资料来源：窄门餐眼，浦银国际

图表 8：太二在不同区域的店铺数

区域	店铺数量
华东	196
华南	149
华北	52
华中	35
西南	15
东北	14
西北	7
澳门	2
总计	470

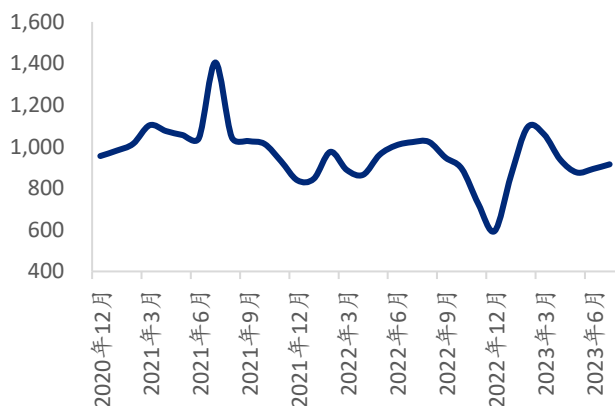
注：截至 2023 年 5 月中

资料来源：窄门餐眼、浦银国际

太二在华南与华东地区已经积累了较高的人气和知名度，而在全国其他地区的品牌力与知名度依然处在上升阶段。根据百度指数，除了 2022 年底下降以外，太二酸菜鱼在疫情期间的搜索热度始终维持在较为稳定的水平。

与此同时，太二的客单价相较其他著名连锁餐饮企业处于相对较低的水平。这表示太二相较其他餐饮品牌具有较高性价比，在低线城市依然有较强的扩张空间。

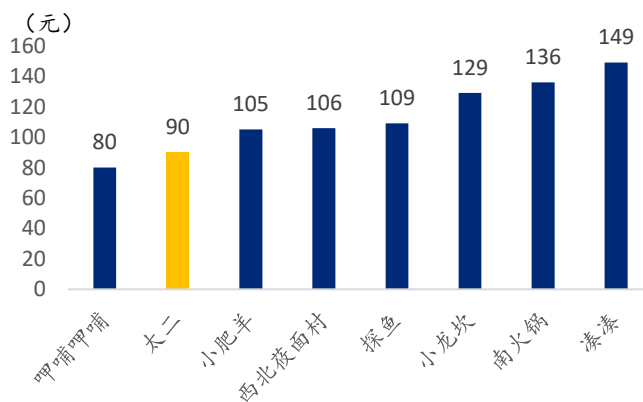
图表 9：太二酸菜鱼百度指数



注：截至 2023 年 7 月

资料来源：百度指数，浦银国际

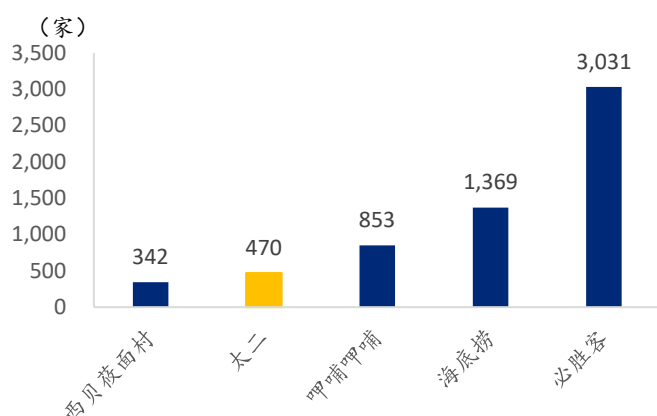
图表 10：餐饮品牌客单价比较



注：数据于 2023 年 7 月。资料来源：大众点评，浦银国际

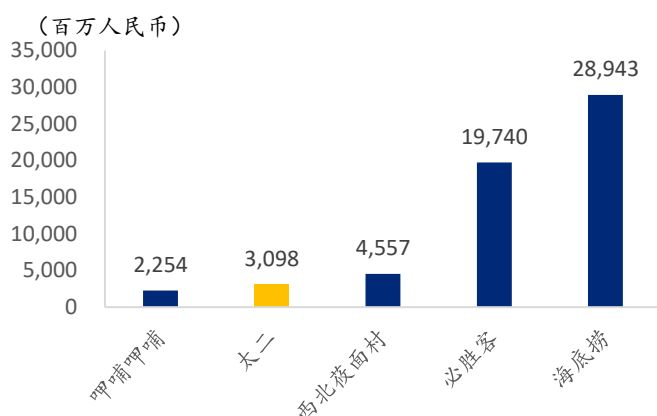
作为一个知名度不断攀升、同时具备较高性价比的餐饮品牌，太二无论是餐厅总数还是收入规模，与头部正餐餐饮品牌（比如海底捞、必胜客、呷哺呷哺等）都还有不小差距。这表明太二在消费者心目中的品牌知名度尚未被完全撬动和转化为店铺网络和销售，同时意味着太二在中国依然有许多的空白市场可以渗透和扩张。

图表 11：品牌餐厅数对比



注：截至 2023 年 5 月末
资料来源：窄门餐眼，浦银国际

图表 12：品牌收入对比，2022



资料来源：公司数据、浦银国际

基于以上分析，我们相信太二的餐饮网络未来在全国范围依然有较大的扩张空间。我们估算，在可预见的未来，太二是餐饮行业上市企业中为数不多的、门店数量有望最终实现翻倍的餐饮品牌。

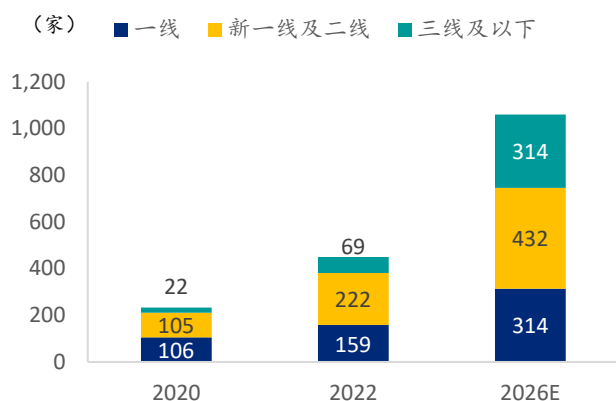
话虽如此，公司更希望以稳健的步伐来实现门店的持续扩张。管理层的目标是每年新开 100-200 家门店，并希望太二的总门店数在 2025 或 2026 年达到 1000 家以上。

(3) 合理定价助力店铺扩张与市场下沉

太二目前已进驻了全国 102 个城市，但其门店大部分集中在一二线城市，在三线城市的占比依然相对较小。

除了现有城市（主要为高线城市）的加密外，公司未来门店的扩张很大程度上将聚焦新区域市场的开拓（尤其是三线及以下城市的拓展）。我们统计了太二 2022 年至今新开的门店，发现 20% 以上的新开门店位于三线以下城市。太二目前依然仅有 15% 的门店位于三线及以下城市。管理层的目标是未来三线及以下城市的门店占比将提高至 30%。

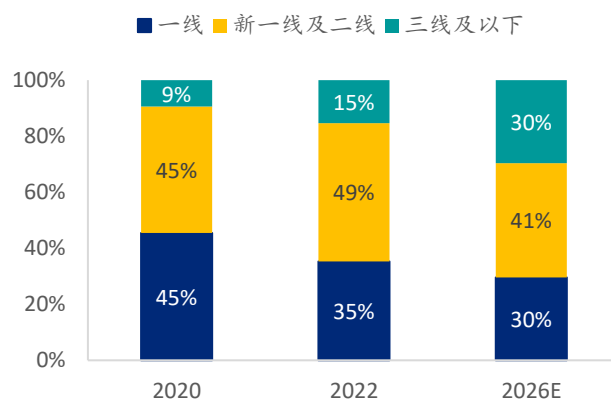
图表 13：太二门店数量按城市等级分布



注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据，浦银国际估算

图表 14：太二门店占比按城市等级分布



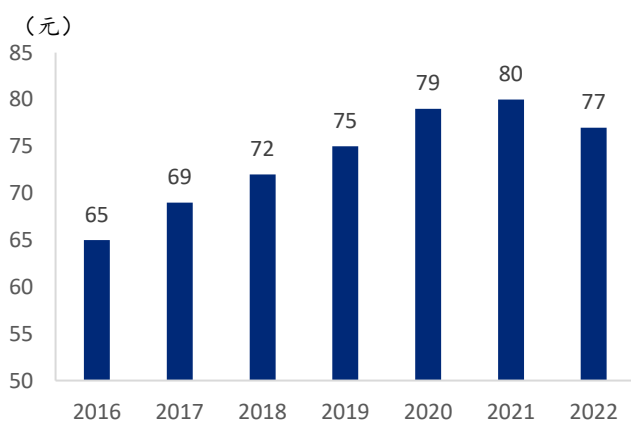
注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据，浦银国际估算

在不同城市层级，太二采取差异化定价的机制。根据我们调研，太二在沿海区域（华南与华东市场）的人均客单价在人民币 90-100 元，而在三线及以下城市，太二的人均客单价可低至 70 多元，比高线城市低 20%左右。在酸菜鱼赛道上强大的品牌力叠加灵活合理的定价策略使太二在低线城市也具备较大的受众群体。这使太二相较其他餐饮玩家具有更大的下沉空间。

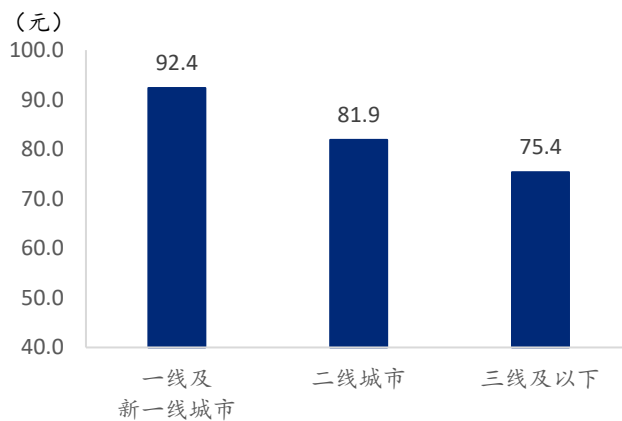
太二的平均人均消费水平长期维持在人民币 70-90 元的范围，且在 2022 年之前呈逐年上升的趋势。考虑到疫情对消费力的影响，公司在 2022 年小幅下调了主要菜品的零售价格。尽管往低线城市扩张可能在未来继续小幅拉低太二整体的客单价水平，但低线城市新开门店的资本支出、人工成本、运营费用都低于高线城市，这保障了太二低线城市的门店盈利能力不会弱于高线城市的门店。

图表 15：太二人均消费水平



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 16：太二在不同城市的客单价比较



注：数据截至 2023 年 4 月；

资料来源：窄门餐眼、浦银国际

太二目前的门店集中在一二线城市，三线城市的占比依然相对较小。另外，太二目前在各层级城市的店铺数都远小于海底捞。基于太二不断上升的品牌力以及相对亲民的价格，我们认为太二的餐饮网络在全国范围有较大的扩张空间。

多品牌布局带来更大增长潜力

公司希望将太二的成功经验（包括触动年轻人的品牌形象、标准化而有高效的单店模型、打造爆款单品的能力等）运用到其他品牌和赛道上，继续以年轻消费者为目标客群，从而复制太二的成功。

图表 17：九毛九旗下品牌矩阵

	九毛九	太二酸菜鱼	怂火锅	赖美丽烤鱼	那未大叔是大厨
					
设立年份	1995年	2015年	2020年	2021年	2019年
门店数	76	450	27	2	1
品牌特色	九毛九把西北食材融合创新，以“三代人，都喜爱”为品牌策略，推出更适合三代人的下饭菜品，提供更多适合家庭用餐、朋友聚会、一人食场景的服务	太二酸菜鱼以酸菜鱼的大单品策略，以及独特的口感和良好的品质受到了很多消费者们的追捧，成为消费者们非常欢迎的特色美食，赢得了消费者们的认可	主营重庆火锅，主打“灵魂是锅底，头牌是牛肉”，以“你开心就好”作为品牌理念，结合创新的就餐空间和用餐体验，传播年轻人的潮流文化	以活鱼为主打，并致力于打造年轻人的文化，孵化出一个充满个性的赖美丽IP人物，以更直接的方式与年轻群体对话，让赖美丽不仅仅是吃饭的地方，更是一个年轻人的符号	九毛九集团旗下直营轻奢大厨粤菜。我们是一家由绅士大叔主理的大厨粤菜餐厅，用蒸、煮、焖、炖、煎、炸、焗，对食材破坏最少的精心烹调方式，保留食、材原味真鲜。

注：门店数据截至 2022 年末
资料来源：公司资料、浦银国际

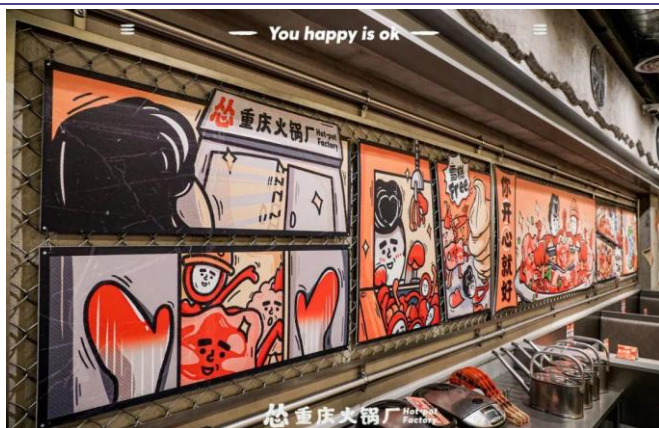
在九毛九现有品牌中，我们认为怂火锅与赖美丽烤鱼是比较有潜力的两个品牌。

怂重庆火锅厂：新潮的火锅体验

公司在 2019 年推出怂品牌，起初以冷锅串串为主营菜品，后于 2020 年进军标准化程度较高的火锅赛道，转型成为火锅品牌。

怂火锅品牌以“开心制造厂”为品牌文化，通过厂房风的装潢，配以亮色标语，和特色鲜明的 IP 形象，打造适合年轻人拍照打卡的用餐空间，在年轻人中具有很高的话题度。与太二成立初期一样，我们认为怂火锅现阶段在年轻人之中具有很强的网红效应。

图表 18: 怂重庆火锅厂餐厅装潢



资料来源: 怂重庆火锅厂微博, 浦银国际

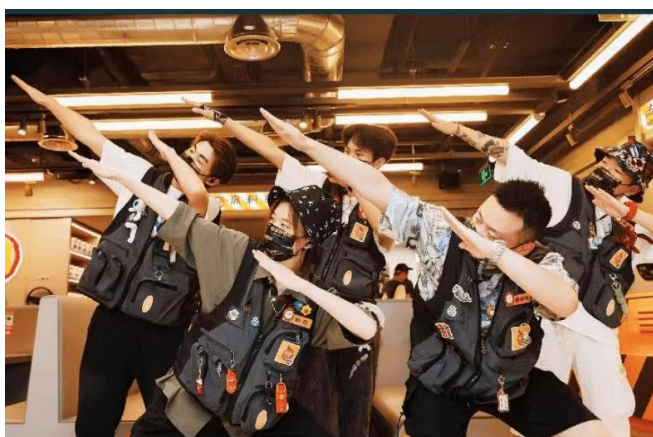
图表 19: 怂重庆火锅厂 IP 形象: 怂厂长



资料来源: 浦银国际

同时, 品牌希望借助餐厅传播年轻人的潮流文化, 鼓励员工表达个性, 如鼓励员工在晚上用餐时段表演街舞, 增强团队协作力。品牌也借助迎宾、上菜等时间, 用各类口号增强消费者用餐的仪式感。

图表 20: 怂员工表演



资料来源: 怂重庆火锅厂微博, 浦银国际

图表 21: 怂餐厅标语



资料来源: 浦银国际

区别于其他火锅企业, 怂火锅只提供一种锅底, 和更少的菜品选择。相较海底捞超 100 种涮菜, 怂火锅为自身设置菜品上限(40 种)。虽然菜品选择少, 但是品牌为众多菜品打造记忆点甚至 IP。这与太二的经营理念一致。

截至 2022 年底, 怂火锅在全国范围共经营 27 家门店 (主要集中在华南地区), 并计划在 2023 年新增 25 家门店。我们认为, 怂火锅是餐饮行业中少数能够兼顾潮流属性与口味度的火锅品牌, 因此能够吸引众多年轻人反复光顾。根据窄门餐眼的统计, 消费者对怂火锅的口碑评分已经达到 90.6, 高于海底捞 (90.0)。

虽然怂火锅仅成立三年，单店模型还在不断完善，运营效率尚待提升，但餐厅利润率已达到 20%左右，接近太二的餐厅利润率水平。这归功于怂火锅短期在强大的品牌红利下较高的客流及单店收入。长期来看，随着怂火锅的门店数持续增加以及网红效应的减退，平均单店的店效可能会有所下降，然而门店管理能力与运营效率的提升将抵消店效下降带来的负杠杆效应，帮助怂火锅的餐厅利润率维持在 20%左右。

图表 22：怂重庆火锅厂招牌菜品



资料来源：大众点评，浦银国际

图表 23：连锁火锅店口碑评分

企业名称	口碑评分
怂火锅	90.6
凑凑	90.5
海底捞	89.9
皇城老妈	87.7
呷哺呷哺	87.2
小肥羊	83.7
小龙坎	82.2
谭鸭血老火锅	80.9

注：数据截至 2023 年 7 月

资料来源：窄门餐眼，浦银国际

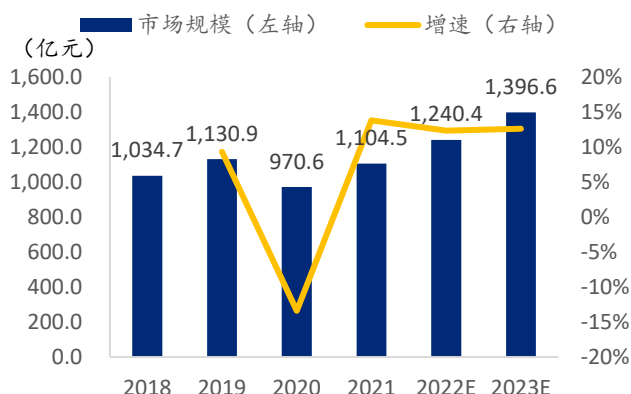
赖美丽烤鱼：再次以大单品打造新品牌

太二的成功让公司摸清以大单品模式开展餐饮业务的优势，公司参照太二的模式，再次拓展餐饮赛道选择烤鱼创造大单品餐饮品牌，推出赖美丽烤鱼品牌。赖美丽烤鱼目前仍在单店模型初期试验阶段，仅在公司熟悉的广东市场开设两家门店。

烤鱼餐饮在我国城市经过了超 10 年的发展和渗透。按照艾媒咨询的数据，烤鱼餐饮的市场规模在 2021 年已达人民币 1104.5 亿元，并预计在未来两年保持超 12%的增速。

虽然烤鱼产品同质化程度较高，但胜在消费者已有较强的接纳度，市场规模也远超酸菜鱼。公司利用之前打造爆款单品的经验，除烤鱼外，仅提供有限的配菜和小吃，尽可能地简化备餐流程。

图表 24：烤鱼市场规模预测，2018-2023E



注：E=艾媒咨询预测

资料来源：艾媒咨询，浦银国际

图表 25：赖美丽烤鱼菜单



资料来源：搜狐，浦银国际

同样的，在同质化较高的赛道，赖美丽烤鱼也参照公司旗下其他品牌，创造赖美丽人物 IP，打造吸引年轻人的用餐场合。赖美丽烤鱼在餐厅装潢和口号中不断强化“只卖活鱼”的概念，加深消费者对品牌“活鱼现烤”的记忆点，凸显产品价值，打消食品安全问题的疑虑。

图表 26：赖美丽 IP 形象



资料来源：九毛九官网，浦银国际

图表 27：赖美丽烤鱼餐厅装潢



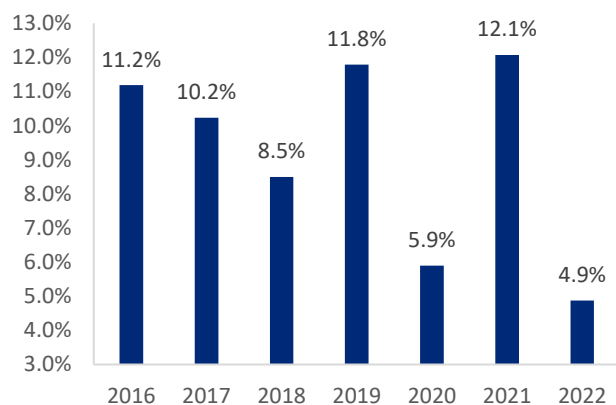
资料来源：餐宝典，浦银国际

灵活高效的运营模式

在所有全服务类连锁餐饮品牌中，太二的餐厅运营模式有许多与众不同的地方，包括餐厅设计、菜单设置、菜品制作、服务流程、供应链等，都蕴含着管理者对餐饮行业的独特理念以及对运营细节的强大把控力。

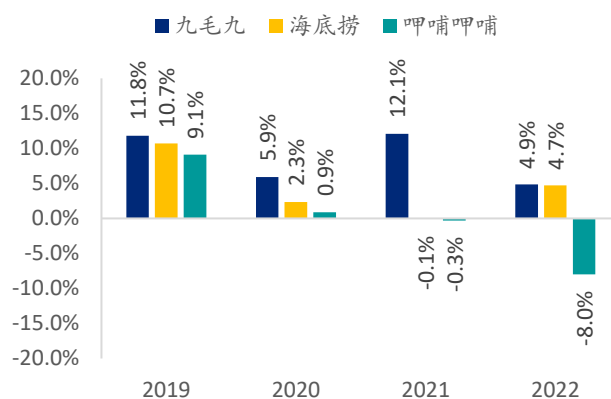
在保证顾客优质进餐体验的前提下，太二独树一帜的运营模式大幅提升了其餐厅运营的标准化程度，从而优化了其单店模型，提升了运营效率，提高了翻台率，最终实现较好的利润率水平。即使在行业最艰难的时候，太二依然保持盈利，体现了公司的运营模式具有较强灵活性和韧性。

图表 28：九毛九经营利润率趋势



资料来源：浦银国际

图表 29：九毛九、海底捞、呷哺呷哺经营利润率比较，2019-2022



资料来源：浦银国际

(1) 较小的门店面积=>较低的租金费用率+较短的投资回收期

太二的门店面积大概在250平方米左右，只有普通火锅店的1/3至1/2。平均每家店大概有25张桌子，可同时接待100位客人。同样的紧凑型的店铺设计也沿用至怂火锅。对于太二与怂火锅来说，这种店铺设计并不会使用餐者觉得局促，反而符合品牌的市场定位，为消费者营造热闹欢快的用餐氛围。

图表 30：太二的内部空间设计



资料来源：浦银国际

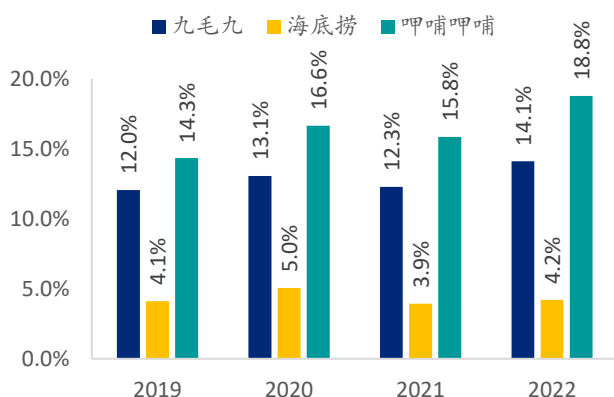
图表 31：怂火锅的内部空间设计



资料来源：浦银国际

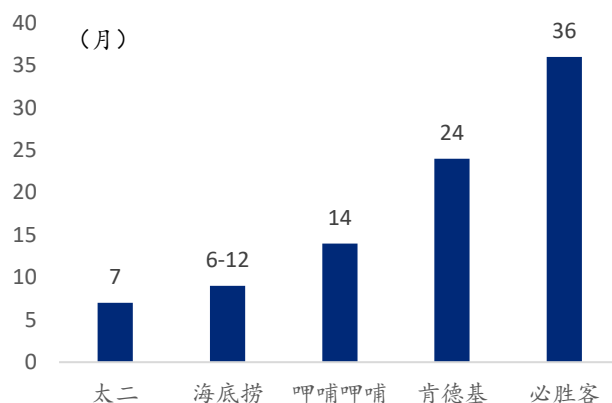
从财务角度来看，相对紧凑的店型设计有效地增加了空间利用率，提高了店铺的坪效，降低了租金占收入的比例。另外，较小的门店面积也有助于减小店铺的初始投入，缩短投资回收期。

图表 32：租金占收入的比例



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 33：常态下门店回本周期比较



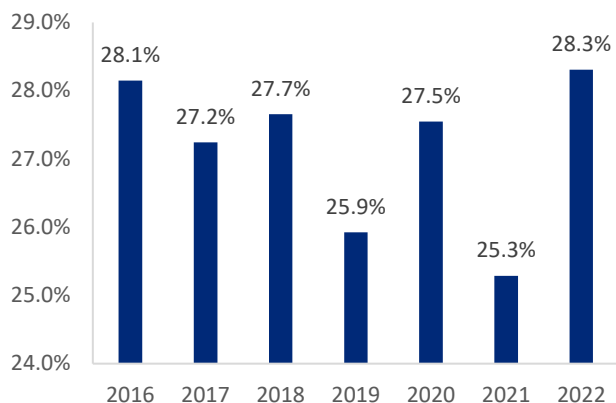
资料来源：公司数据，浦银国际估算

(2) 精简菜单+中央厨房=>更好的客户体验+较低的员工费用率

太二的菜单极为精简，只有 20 多个菜品。主菜酸菜鲈鱼只有一种做法，且辣度不可调。配菜的选择也不多，但会定期更新。相对精简的菜单保证了公司有能力和为数不多的菜品做到极致，同时允许公司在中央厨房完成对主要食材的标准化处理，从而减少门店所需要的后厨人员、降低人力成本。

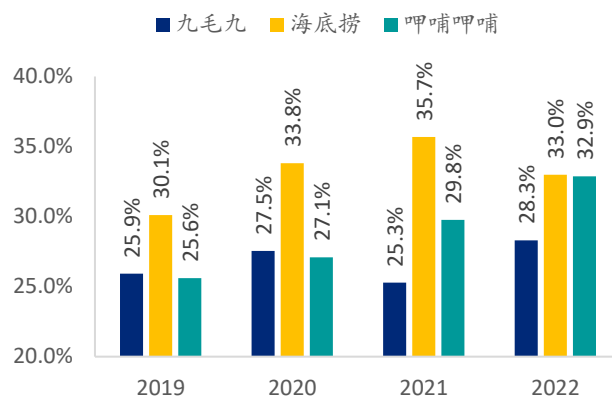
这解释了为什么九毛九集团的员工成本占收入的比例在行业处于较低水平。虽然人力成本有逐年上升的趋势，但我们相信，公司会通过烹饪流程标准化和自动化来抵消人工上涨所带来的压力，使门店的平均人工占收入比例维持在一个稳定的水平。

图表 34：员工成本占收入的比例



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 35：员工成本占收入比例比较



资料来源：公司数据，浦银国际

另一方面，这一安排也大幅缩短了顾客点菜和等菜上桌所需的时间，提高了出餐效率。据我们观察，太二酸菜鱼从下单到上桌大多不超过 10 分钟。这既增加了翻台效率，又提升了客户的就餐体验。

(3) 深度参与上游供应链=>更低的采购价格与毛利率的提升

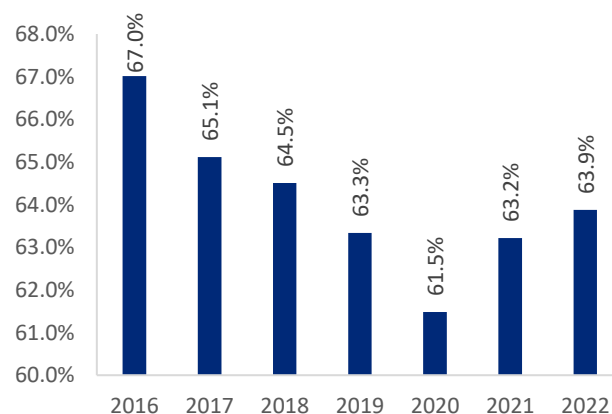
公司目前在广东、海南、湖北有三大中央厨房。2021 年 3 月，公司收购广州南沙经济区 3.9 万平方米土地的使用权用于建立九毛九全国供应链中心基地，集中央厨房、仓储物流、研发培训等功能设施于一身，预计在 2024 年完工。我们估计这一供应链中心基地可满足 2000 -3000 家门店对食材加工的需求。

图表 36：太二鲈鱼养鱼基地



资料来源：搜狐，浦银国际

图表 37：九毛九毛利率趋势



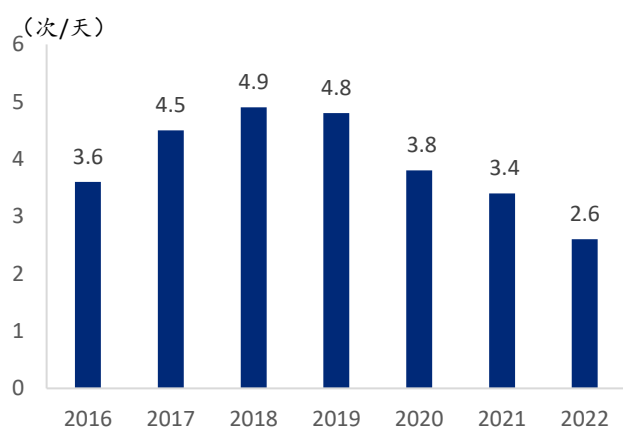
资料来源：公司数据，浦银国际

(4) 限制就餐人数=>精准迎合目标客群+更高的翻台率

太二限制就餐人数不超过4位。这一规定似乎将一部分客群拒之门外，但实际上却更精准地迎合了目标客群（约会的年轻情侣或闺蜜），保证了目标客群所期望的就餐氛围。

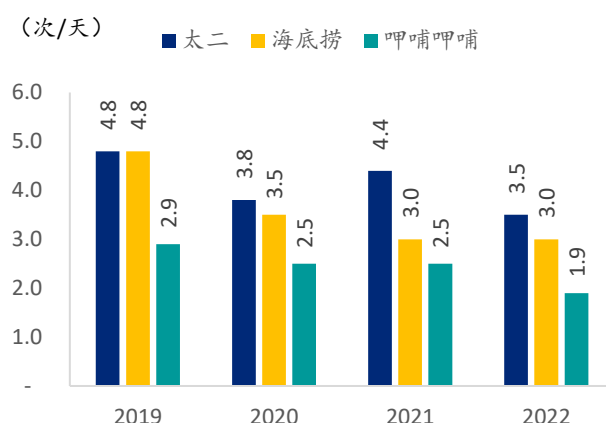
更重要的是，对人数的限制也很大程度上提高了顾客的就餐速度，从而保证翻台率可以维持在较高水平。

图表 38：太二的翻座率



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 39：翻台率比较，2019-2022

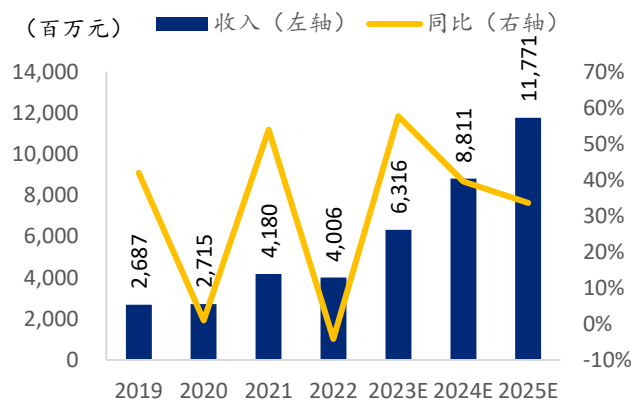


资料来源：公司数据，浦银国际

盈利预测

(1) 收入

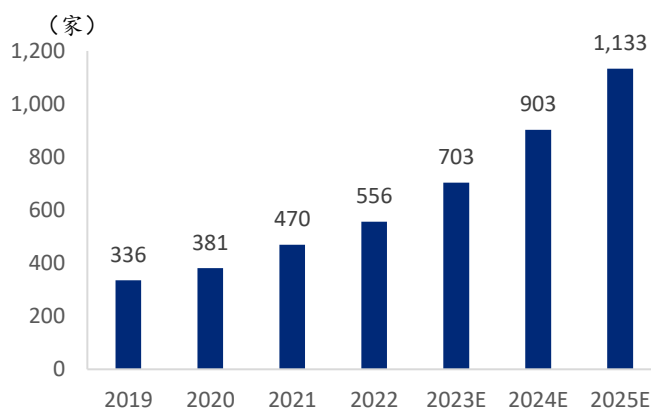
图表 40: 公司收入与同比增速, 2019-2025E



注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司数据、浦银国际

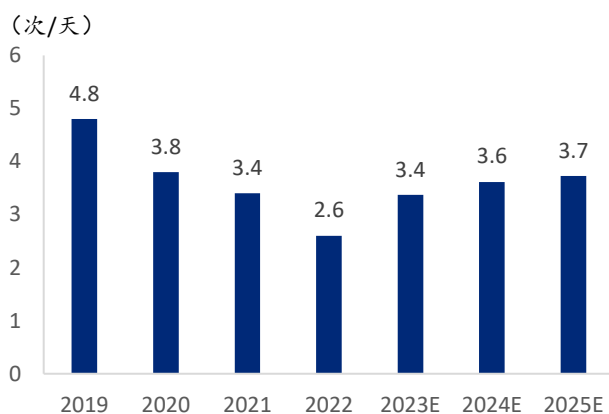
图表 41: 九毛九门店数, 2019-2025E



注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司数据、浦银国际

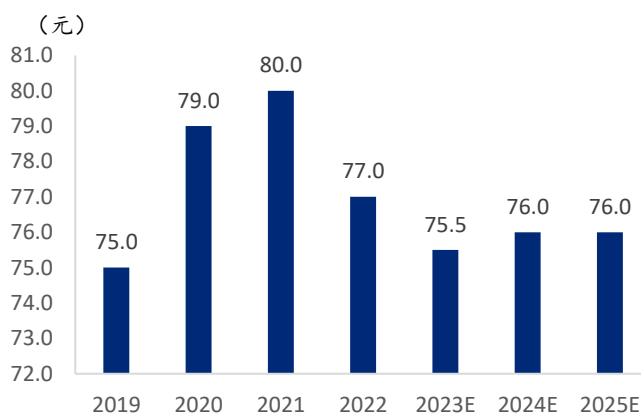
图表 42: 太二翻座率, 2019-2025E



注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 43: 太二客单价, 2019-2025E

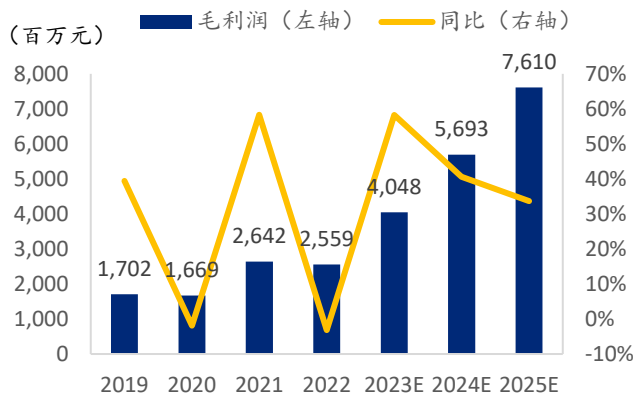


注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司数据、浦银国际

(2) 利润率

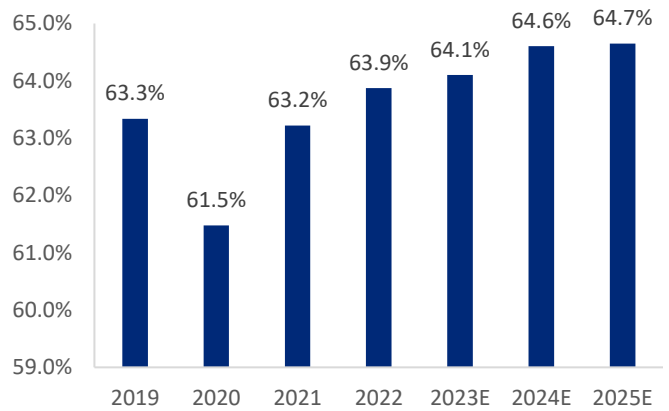
图表 44：九毛九毛利与同比增速，2019-2025E；



注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据、浦银国际

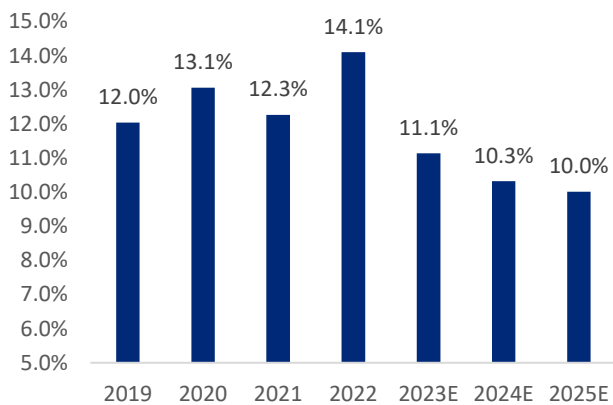
图表 45：九毛九毛利率，2019-2025E



注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据、浦银国际

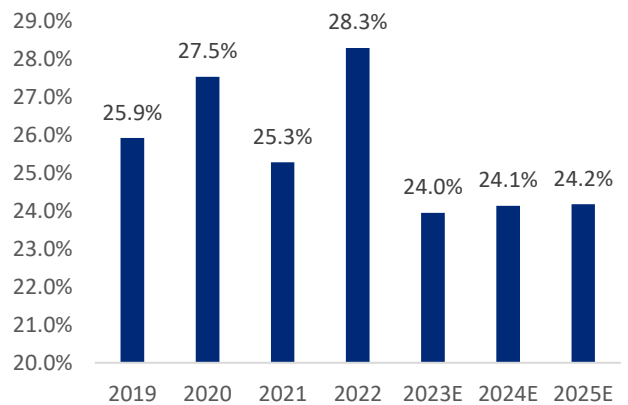
图表 46：租金占收入比例，2019-2025E



注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据、浦银国际

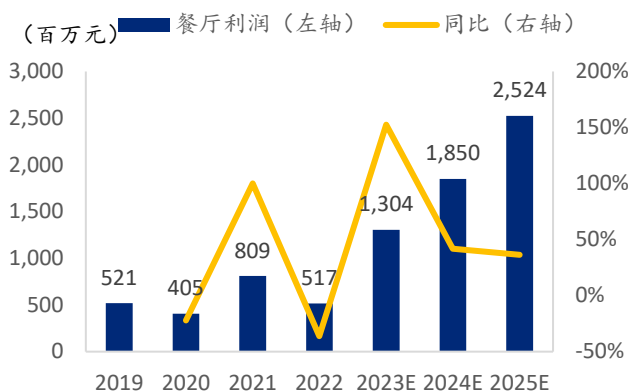
图表 47：员工成本占收入比例，2019-2025E



注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据、浦银国际

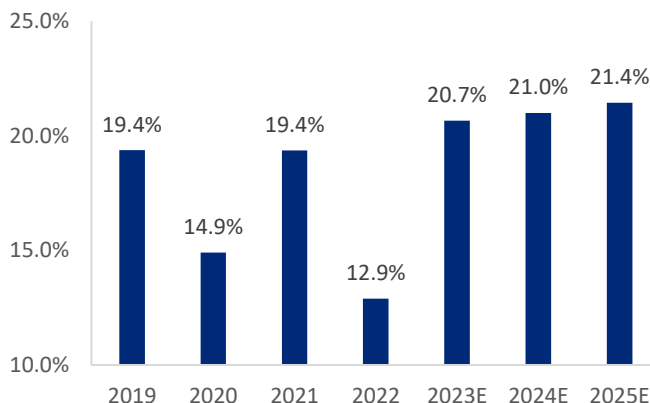
图表 48: 九毛九餐厅利润及同比增速, 2019-2025E;



注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司数据、浦银国际

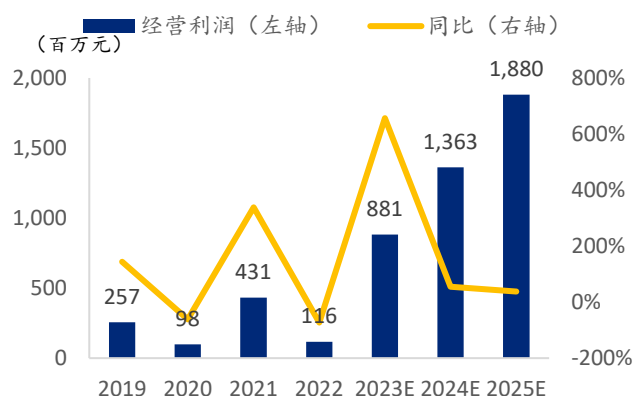
图表 49: 九毛九餐厅利润率, 2019-2025E



注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司数据、浦银国际

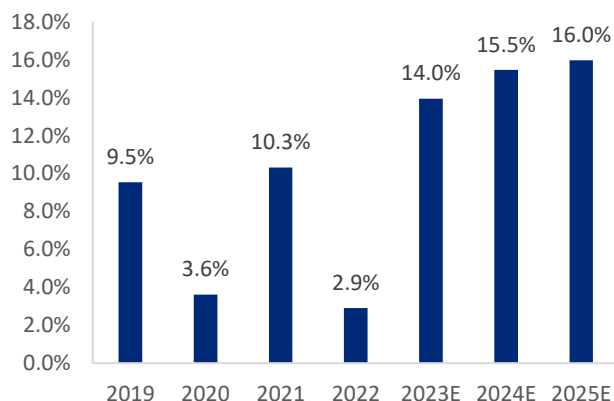
图表 50: 九毛九经营利润与同比增速, 2019-2025E;



注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 51: 九毛九经营利润率, 2019-2025E

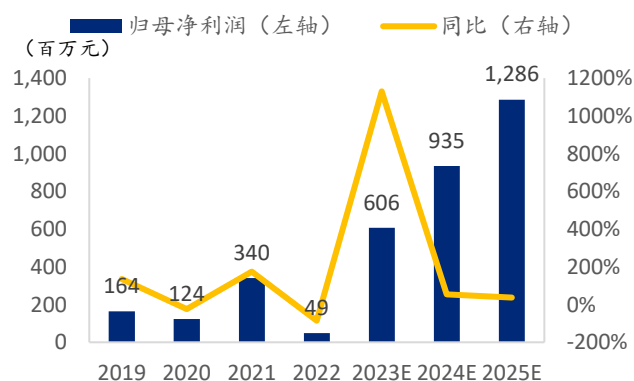


注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司数据、浦银国际

(3) 净利润与净资产回报

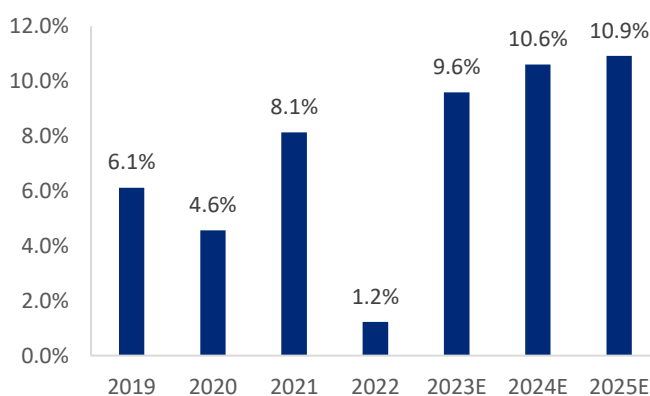
图表 52: 九毛九归母净利润与同比增速, 2019-2025E



注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 53: 九毛九归母净利率, 2019-2025E



注: E=浦银国际预测;

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 54：杜邦净资产收益率（ROE）分析

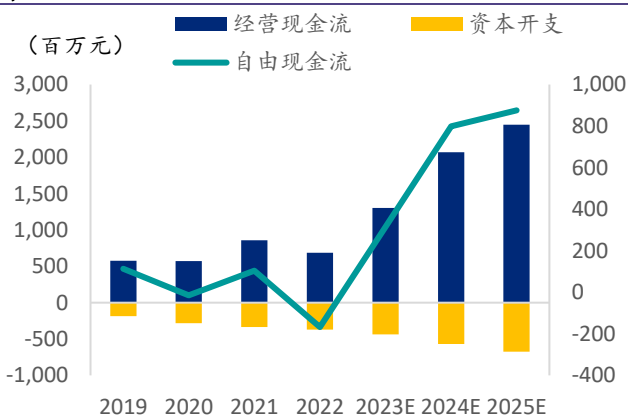
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	63.3%	61.5%	63.2%	63.9%	64.1%	64.6%	64.7%
销售、管理费用率	-53.8%	-57.9%	-52.9%	-61.0%	-50.1%	-49.1%	-48.7%
EBIT 利润率	9.5%	3.6%	10.3%	2.9%	14.0%	15.5%	16.0%
税前利润/EBIT	1.01	1.80	1.17	0.81	1.05	1.03	1.02
净利润/税前利润	0.72	0.78	0.74	0.59	0.74	0.75	0.75
归母净利润/税前利润	0.89	0.90	0.91	0.89	0.89	0.89	0.89
净利润率	6.1%	4.6%	8.1%	1.2%	9.6%	10.6%	10.9%
资产周转率	1.89	0.84	0.84	0.76	1.04	1.16	1.23
财务杠杆	7.59	2.00	1.60	1.66	1.72	1.76	1.78
ROE	87.9%	7.7%	11.0%	1.6%	17.2%	21.7%	24.0%

注：E=浦银国际预测

资料来源：公司数据，浦银国际

(4) 资产负债表与现金流

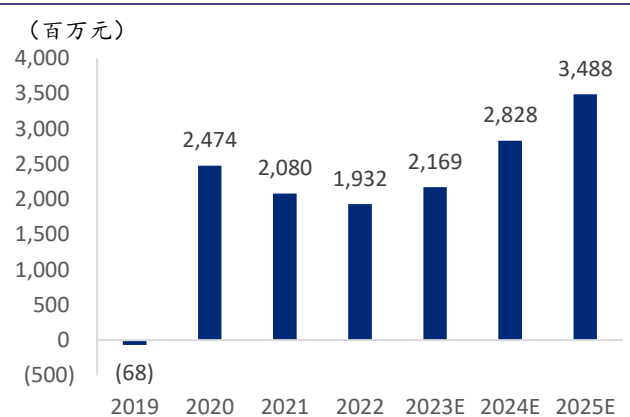
图表 55：九毛九经营现金流、资本开支与自由现金流，2019-2025E



注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据、浦银国际

图表 56：九毛九的净现金，2019-2025E



注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据、浦银国际

目标价与估值

考虑到九毛九相对更大的扩张空间以及多品牌布局初见成效，我们用 14.5x 2024E EV/EBITDA（接近国际餐饮企业平均估值水平 15%的折扣）进行估值最终得到 18.8 港元的目标价（相当于 27x 2024E P/E），潜在升值 21.9%。

风险提示

九毛九股价可能面对的下行风险包括：

- （1）餐饮行业竞争加剧；
- （2）消费力持续下降；
- （3）外出就餐意愿变弱。

图表 57: SPDBI 目标价: 九毛九



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 58: SPDBI 消费行业覆盖公司

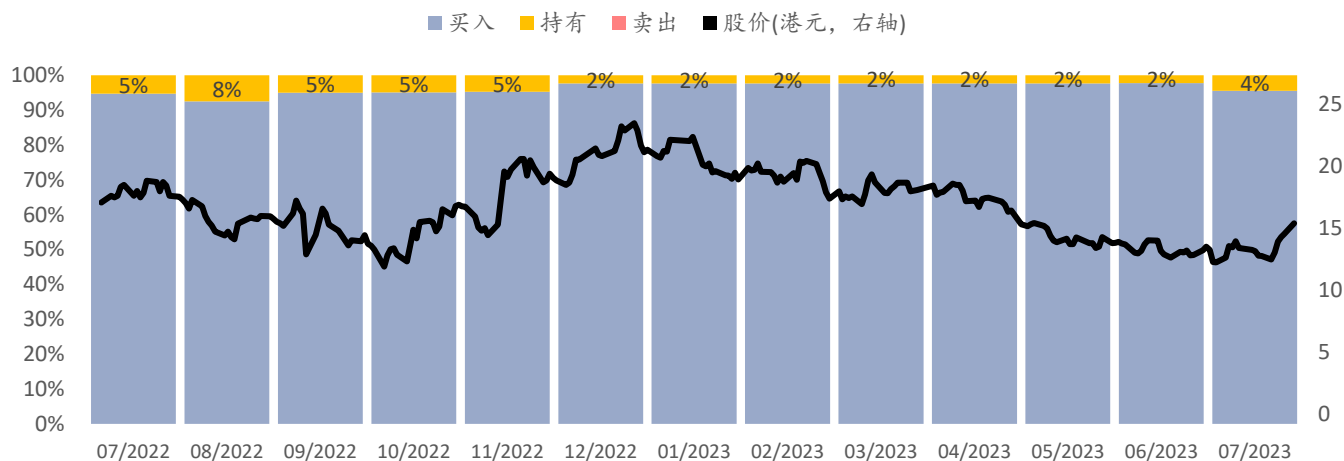
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	48.3	买入	51.9	2023 年 7 月 5 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	93.3	买入	95.0	2023 年 4 月 13 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	1.2	2023 年 5 月 12 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	7.1	买入	8.4	2023 年 7 月 3 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.4	买入	10	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	59.8	买入	77.2	2023 年 7 月 31 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	481.8	买入	601.8	2023 年 7 月 31 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	22.0	持有	24.9	2023 年 7 月 31 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	16.1	买入	21.1	2023 年 7 月 31 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	15.4	买入	18.8	2023 年 7 月 31 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	50.5	买入	80.4	2023 年 3 月 27 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	91.3	买入	126.7	2023 年 5 月 3 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	19.2	持有	26.2	2023 年 5 月 4 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	70.6	买入	100.0	2023 年 4 月 26 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	100.0	持有	121.0	2023 年 4 月 26 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	11.4	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.7	买入	35.4	2023 年 5 月 2 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	29.9	买入	40.2	2023 年 3 月 31 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	11.0	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.8	持有	7.6	2022 年 12 月 7 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.6	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	22.7	买入	42.8	2023 年 2 月 20 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.8	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.8	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品

注: 截至 2023 年 7 月 31 日午市收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

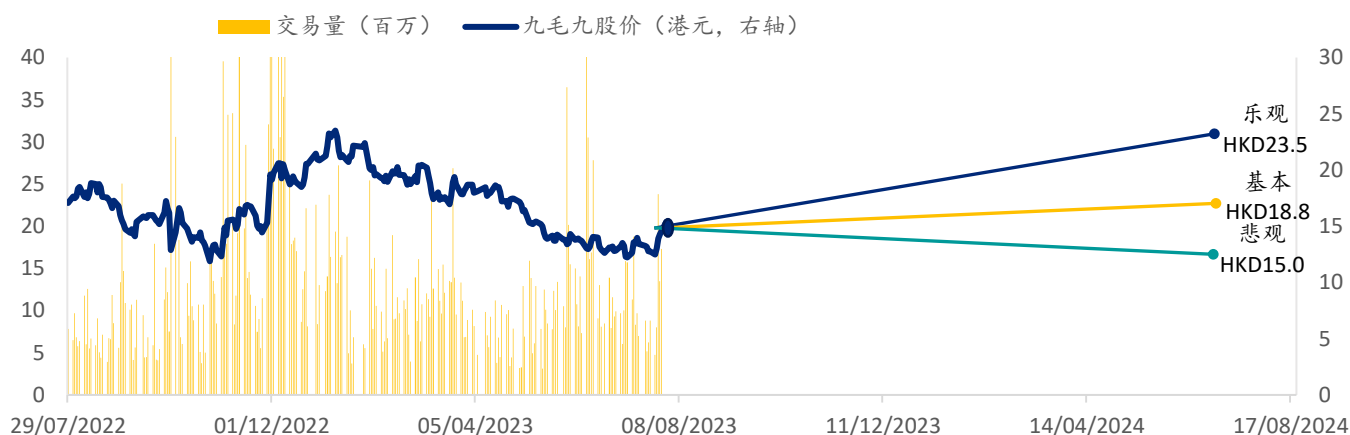
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 59：九毛九市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 60：九毛九 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：23.5 港元

概率：25%

- 2024 年公司门店增长 250 家；
- 2024 年太二同店销售增长 40%；
- 2024 年公司毛利率增长超 80bps；
- 2024 年经营收益率同比增长超 200bps

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：15.0 港元

概率：20%

- 2024 年公司门店增长 150 家；
- 2024 年太二同店销售增长 20%；
- 2024 年公司毛利率增长不及 30bps；
- 2024 年公司经营收益率同比增长不及 100bps。

资料来源：浦银国际

公司背景

● 公司介绍

九毛九创立于1995年，是一家以中式餐饮连锁经营为核心的餐饮集团，始建于海口，经营至今已逾27年，拥有过万名员工。九毛九于2020年1月于港交所上市（股票代码：9922.HK）。截至2021年末，九毛九已开设超400间门店。

九毛九以“山西面王”起家，在2003年于广东设立第二间分店，并于2005年将公司名改为“九毛九”，以山西面食为主要产品进行销售。发展至今，九毛九已成为综合性中式餐饮企业。目前公司共经营5个主要品牌，包括：

- 九毛九西北菜：九毛九把西北食材融合创新，为广大食客带来了“二斤大骨头”、“山西老醋鲈鱼”、“潼关肉夹馍”、“羊肉串”等经典美味；
- 太二酸菜鱼：太二成立于2015年，主打一道老坛子酸菜鱼，是创新互联网餐饮品牌。门店辐射国内大部分城市，主要集中在北京、上海、广州、深圳等一线城市，2021年开出新加坡首店。
- 怂重庆火锅厂：主营重庆火锅，标榜为一家开心制造厂，肩负做好一家餐厅的使命，更希望传播属于年轻人的潮流文化。
- 那末大叔是大厨：一家轻奢粤菜餐厅。用蒸，煮，焖，炖、煎、炸、焗，对食材破坏最少的精心烹调方式，保留食、材原味真鲜。
- 赖美丽烤鱼：赖美丽藤椒烤鱼首店于2021年8月落户广州天河赛马场内，区别于其他的烤鱼店，以活鱼为主打，并致力于打造年轻人的文化，孵化出一个充满个性的赖美丽IP人物。

财务上，公司2022年收入人民币40.06亿元，其中九毛九及太二酸菜鱼分别为公司贡献15.1%及77.6%的收入。2022年公司归母净利润为4900万元，归母净利润率为1.2%。

● 前十大股东

图表 61：九毛九主要股东

	主要股东	占比(%)
1	Guan Yihong	37.33
2	JPMorgan Chase & Co	5.84
3	MX J Limited	4.98
4	BlackRock Inc	4.84
5	Eskdale Green Limited	4.47
6	MT J Limited	4.31
7	Capital Group Cos Inc/The	3.03
8	T.Rowe Price Group Inc	2.61
9	Citigroup Inc	2.47
10	Orient Fund Management	2.35

注：截至 2023 年 7 月 28 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 公司历史

图表 62：九毛九发展里程碑

时间	里程碑
1995	九毛九前身“山西面王”在海口成立
2001	第三家分店开业，所有门店统一更名为“山西老面馆”
2003	广州首家山西老面馆马场店开业
2005	广州第三家分店开业，并确定使用“九毛九”为品牌名称，并将总部迁至广州
2010	从华南大市场入手，九毛九从一家模式过重的餐饮运营企业，改变成为快时尚的连锁经营餐饮企业，开店策略逐步锁定在购物中心
2011	公司开始系统化建设，九毛九开启全国布局的篇章
2012	九毛九北京和深圳分公司先后相继成立
2015	太二品牌开业
2019	第一家怂餐厅开业；第一家那未大叔是大厨餐厅开业
2020	在香港交易所挂牌上市

资料来源：公司资料、浦银国际

● 公司管理层

图表 63：九毛九公司管理层

姓名	职位	履历
管毅宏	执行董事、董事会主席、行政总裁	管先生也是我们的控股股东，负责制定公司的整体发展策略及业务计划，并监督公司的管理及策略发展。管先生于 1995 年在海南省海口市开设其第一家面馆，并于 2005 年创立九毛九集团。管先生在餐饮业拥有逾 25 年的经验。自 2005 年 8 月起，他一直担任公司的附属公司广州九毛九的行政总裁。他于 2005 年 8 月起至 2019 年 5 月亦担任广州九毛九的董事会主席且自 2019 年 5 月起一直为广州九毛九的执行董事。管先生于 1990 年获得天津纺织工学院（现称天津工业大学）的企业管理学士学位。
苏浹满	首席财务官、董事	于 2019 年 4 月加入集团，担任集团财务总监。加入本集团之前，他于 2011 年 9 月至 2019 年 4 月在毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）广州分所担任审计师、助理经理及审计经理。苏先生于审计、会计、税务及财务控制方面拥有逾 11 年经验。苏先生于 2011 年 6 月毕业于广东外语外贸大学，获经济学及管理学双学士学位。苏先生为中国注册会计师协会会员及中国注册税务师协会会员。
崔弄宇	副总裁、执行董事	崔女士负责监督集团的供应链及人力资源管理。2020 年 5 月 1 日起，她获委任为集团的副总裁。崔女士自 2014 年 12 月加入广州九毛九以来，一直担任广州九毛九的人力资源总监，并自 2018 年 11 月至 2019 年 5 月担任广州九毛九董事。在此之前，她曾于 2013 年至 2014 年担任国际快餐加盟品牌麦当劳（中国）有限公司的高级品牌经理，自 1997 年至 2012 年在麦当劳的加盟企业广东三元麦当劳食品有限公司（「三元麦当劳」）担任运营经理。崔女士于 1996 年自广州大学获得秘书及公共关系高级文凭。
何成效	副总裁、执行董事	何先生于 2013 年加入集团，自 2017 年 11 月起担任公司附属公司太二餐饮总经理。他负责统筹九毛九各品牌的品牌管理及运营业务。他亦获委任为集团的副总裁，自 2020 年 5 月 1 日起生效，并获委任为公司附属公司九毛九（广州）控股有限公司董事，自 2020 年 7 月 2 日起生效。何先生于 2013 年 11 月至 2017 年 10 月出任广州九毛九运营总监。在加入公司之前，他曾于 1999 年 7 月至 2013 年 11 月在三元麦当劳工作。他在离开三元麦当劳前曾担任运营经理。何先生在品牌及运营管理方面拥有逾 21 年的丰富经验。何先生于 1999 年毕业于广东外语外贸大学，主修国际金融。

资料来源：公司年报、浦银国际

● 财务报表

图表 64：九毛九利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,180	4,006	6,316	8,811	11,771
同比	54.0%	-4.2%	57.7%	39.5%	33.6%
营业成本	-1,537	-1,447	-2,267	-3,119	-4,161
毛利	2,642	2,559	4,048	5,693	7,610
毛利率	63.2%	63.9%	64.1%	64.6%	64.7%
员工费用	-1,057	-1,134	-1,513	-2,127	-2,847
租金费用	-513	-565	-704	-910	-1,178
能源费用	-132	-149	-230	-321	-429
折旧与摊销	-159	-190	-225	-297	-386
其他经营收入及收益	-350	-404	-496	-675	-890
经营利润	431	116	881	1,363	1,880
经营利润率	10.3%	2.9%	14.0%	15.5%	16.0%
财务费用	12	25	23	26	35
其他营业外收入（支出）	62	-47	21	11	11
利润总额	506	94	925	1,400	1,926
所得税	-134	-39	-244	-350	-481
所得税率	-26.4%	-41.0%	-26.4%	-25.0%	-25.0%
净利润	372	56	681	1,050	1,444
减：少数股东损益	-32	-6	-75	-116	-159
归母净利润	340	49	606	935	1,286
归母净利率	8.1%	1.2%	9.6%	10.6%	10.9%
同比	174.0%	-85.5%	n.m.	54.2%	37.6%

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 65：九毛九资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,342	1,099	1,336	1,995	2,655
其他货币资金	738	863	863	863	863
应收票据及应收账款	409	505	936	1,075	1,612
存货	71	118	176	225	318
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产合计	2,559	2,585	3,311	4,158	5,448
固定资产	572	737	956	1,239	1,539
使用权资产	1,520	1,654	2,032	2,593	3,291
无形资产	18	25	27	27	26
附属机构投资	13	10	10	10	10
其他金融资产	321	154	154	154	154
递延所得税资产	82	115	115	115	115
其他非流动资产	49	127	127	127	127
非流动资产合计	2,576	2,822	3,421	4,266	5,263
租赁负债	391	443	446	569	721
应付票据及应付账款	141	188	328	382	565
短期借款	0	30	30	30	30
其他应付款	216	236	473	685	926
其他流动负债	57	58	60	62	64
流动负债合计	805	955	1,336	1,728	2,306
租赁负债	1,114	1,207	1,482	1,890	2,396
减值准备	32	38	38	38	38
其他非流动负债	852	963	1,344	1,736	2,314
非流动负债合计	1,998	2,208	2,864	3,664	4,748
股本	0	0	0	0	0
储备	3,083	3,174	3,768	4,545	5,588
少数股东权益	55	25	100	215	374
所有者权益合计	3,138	3,199	3,867	4,760	5,962

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 66：九毛九现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
税前盈利	506	94	925	1,400	1,926
固定资产折旧	502	593	685	878	1,133
营运资金减少	-104	9	-112	78	-205
税务费用	-133	-88	-244	-350	-481
财务费用	75	81	95	121	152
财务收入	-14	-28	-26	-30	-39
其他	24	22	-20	-30	-40
经营活动产生的现金流量净额	856	684	1,303	2,067	2,446
资本开支	-336	-370	-436	-570	-675
无形资产投资	-6	-11	-10	-10	-10
财务收入	15	16	26	30	39
投资支付的现金和结构性存款	-63	-116	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-34	-68	0	0	0
其他	-66	-39	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-490	-588	-420	-550	-646
取得借款收到的现金	0	60	0	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	-697	-440	-633	-700	-897
偿还债务支付的现金	-43	-30	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-49	-71	-13	-157	-243
筹资活动产生的现金流量净额	-789	-481	-646	-858	-1,140
现金及现金等价物净增加额	-423	-384	237	659	660
期初现金及现金等价物余额	1,844	1,342	1,099	1,336	1,995
外汇损益	-79	141	0	0	0
期末现金及现金等价物余额	1,342	1,099	1,336	1,995	2,655

资料来源：公司数据、浦银国际预测

特海国际 (9658.HK): 面向海外华人, 市场前景广阔

作为布局海外市场的火锅玩家, 特海国际 (特海) 从海底捞分拆出来以后, 其广阔的扩张空间尚未在其当前的估值中得到体现。我们看好特海未来三年门店的加速扩张以及利润率的提升, 从而驱动市场重新给予特海更高的估值水平。我们首次覆盖特海国际, 首予“买入”评级。

- **大中华区以外的门店扩张空间较大:** 截至 2022 年底, 特海在全球拥有 111 家餐厅, 覆盖全球 11 个国家。其中, 东南亚国家占了特海总店数的六成。我们认为特海在东南亚市场的门店数已相对较为成熟, 但在北美、澳洲、欧洲、中东这些近 20 年里华人移民热门地区的渗透率依然有待提高。我们估算, 大中华区以外一共有约 6000 万华人分布在全球各个国家。其中, 很大一部分海外华人有群居的习惯。这使很多国家的中大型城市形成了较大规模的华人社区。这些华人社区为特海在海外扩张提供了潜在的消费人群和优越的门店地理位置。基于以上因素, 凭借海底捞在全球华人心中较强的品牌知名度, 我们认为特海在大中华区以外市场的拓展空间非常大。
- **门店盈利能力提升确定性强:** 分拆独立上市之前, 公司对海外门店的运营缺乏有效管控, 导致海外门店经营效率低下, 盈利能力较差。分拆后, 公司对门店人员配比、员工绩效监管和门店经理薪酬都做了相应的调整, 帮助 2022 年员工费率同比大幅下降, 餐厅经营利润扭亏为盈。展望 2023 年, 随着翻台率继续改善, 公司在正经营杠杆下, 人工、租金和总部管理等项目的费用率依然有下降的空间。公司有信心达到 2023 年净利率中单位数的目标。
- **估值与评级:** 我们用 EV/EBITDA 对餐饮企业进行估值, 并用 DCF 进行验证。尽管特海开店空间可观, 但考虑到公司发展还处在起步阶段, 尚未形成规模效应, 我们用 11x 2024 年 EV/EBITDA (与海底捞同样的估值倍数) 对特海进行估值, 得到 21.1 港元的目标价 (相当于 28x 2024E P/E), 潜在升幅 31.1%。首次覆盖特海国际, 首予“买入”评级。
- **投资风险:** (1) 全球经济恶化; (2) 海外消费者对海底捞的接受度下降; (3) 汇率变动带来潜在风险。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	312	558	718	830	980
同比变动 (%)	41.1%	78.7%	28.6%	15.6%	18.1%
股东应占净利	-151	-41	43	61	82
同比变动 (%)	180.4%	-72.6%	n.m.	41.1%	36.1%
PE (X)	-8.3	-87.9	29.7	21.1	15.5
EV/EBITDA(x)	-51.9	33.7	11.1	8.0	5.5
ROE (%)	118.6%	-150.4%	16.3%	19.2%	21.3%

资料来源: 公司报告、浦银国际

2023 年 7 月 31 日

特海国际

9658.HK

评级

买入

目标价 (港元)	21.1
潜在升幅/降幅	+31.1%
目前股价 (港元)	16.1
52 周内股价区间 (港元)	7.0-24.3
总市值 (百万港元)	9,971
近 3 月日均成交额 (百万港元)	8.9

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

注: 截至 2023 年 7 月 31 日午市收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



注: 截至 2023 年 7 月 31 日午市收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

浦银国际

首次覆盖

特海国际 (9658.HK)

财务报表分析与预测 - 特海国际

利润表					
(百万美元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	312	558	718	830	980
同比	41.1%	78.7%	28.6%	15.6%	18.1%
营业成本	-114	-197	-252	-291	-343
毛利润	199	362	466	540	637
毛利率	63.6%	64.8%	64.9%	65.0%	65.0%
员工费用	-143	-189	-219	-250	-295
租金费用	-50	-57	-60	-64	-69
能源费用	-11	-20	-25	-29	-35
折旧与摊销	-35	-37	-40	-47	-54
其他费用	-44	-67	-67	-73	-79
其他收入	18	6	6	6	6
经营利润	-68	-2	61	83	111
经营利润率	-21.7%	-0.4%	8.4%	10.0%	11.3%
财务费用	-9	-3	2	3	4
其他收益或支出	-73	-27	-5	-5	-5
税前盈利	-150	-32	57	81	110
所得税	-1	-9	-14	-20	-27
所得税率	-0.8%	-28.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	-151	-41	43	61	82
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	-151	-41	43	61	82
归母净利率	-48.3%	-7.4%	6.0%	7.3%	8.4%
同比	180.4%	-72.6%	n.m.	41.1%	36.1%

资产负债表					
(百万美元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	94	101	170	251	383
应收票据及应收账款	6	9	10	12	14
预付款项	24	17	17	17	17
存货	17	26	27	32	37
其他流动资产	66	0	0	0	0
流动资产合计	207	153	225	312	451
固定资产	195	197	223	241	252
使用权资产	202	201	198	195	192
无形资产	0	2	2	2	2
商誉	0	1	1	1	1
递延所得税资产	0	1	1	1	1
租金保证金	18	18	18	18	18
其他非流动资产	4	2	2	2	2
非流动资产合计	420	423	444	460	468
短期借款	3	0	0	0	0
应付票据及应付账款	51	64	69	75	83
关联方贷款	501	1	1	1	1
租赁负债	37	40	40	40	40
应交税费	2	8	8	8	8
合同负债	3	4	4	4	4
其他流动负债	1	1	1	1	1
流动负债合计	597	117	123	128	136
递延所得税负债	1	4	4	4	4
租赁负债	207	202	246	282	340
长期借款	1	1	1	1	1
合同负债	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9	11	11	11	11
非流动负债合计	218	217	262	298	355
股本	51	0	0	0	0
储备	-238	240	283	343	426
少数股东权益	0	2	2	2	2
所有者权益合计	-187	242	285	346	428

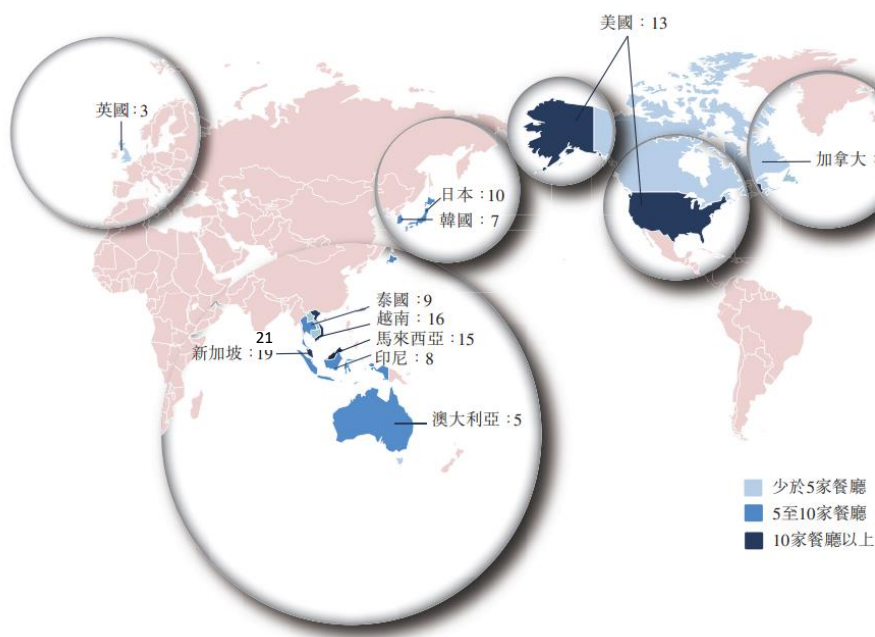
E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表					
(百万美元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
税前盈利	-150	-32	57	81	110
折旧与摊销	70	73	73	80	87
财务费用	19	12	0	0	0
固定资产抛售损失	1	2	0	0	0
减值准备	63	8	0	0	0
存货的减少	-5	-9	-1	-4	-6
经营性应收项目的减少	-11	-15	-1	-2	-2
经营性应付项目的增加	4	8	5	6	8
应付第三方款项	0	0	0	0	0
税金	-1	-2	-14	-20	-27
其他	12	24	-2	-3	-4
经营活动产生的现金流量净额	4	68	118	138	165
资本开支	-67	-60	-95	-95	-95
金融性资产减少	-28	41	0	0	0
财务收入	1	1	2	3	4
受限制存款变化	9	27	0	0	0
其他	-3	-7	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-87	1	-93	-92	-91
吸收投资收到的现金	17	-13	0	0	0
取得借款收到的现金	131	-14	0	0	0
财务支出	-10	-5	0	0	0
租赁性负债增加	-29	-36	45	36	58
其他	0	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	109	-68	45	36	57
外汇损失	1	1	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	37	3	69	81	132
期初现金及现金等价物余额	52	90	94	163	245
期末现金及现金等价物余额	90	94	163	245	376

财务和估值比率					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据 (美元)					
摊薄每股收益	-0.25	-0.02	0.07	0.10	0.13
每股销售额	0.56	1.00	1.16	1.34	1.58
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同比变动					
收入	41.1%	78.7%	28.6%	15.6%	18.1%
经营溢利	42.1%	-96.6%	n.m.	37.2%	33.4%
归母净利润	180.4%	-72.6%	n.m.	41.1%	36.1%
费用与利润率					
毛利率	63.6%	64.8%	64.9%	65.0%	65.0%
经营利润率	-21.7%	-0.4%	8.4%	10.0%	11.3%
归母净利率	-48.3%	-7.4%	6.0%	7.3%	8.4%
回报率					
平均股本回报率	118.6%	-150.4%	16.3%	19.2%	21.3%
平均资产回报率	-24.5%	-6.9%	6.9%	8.4%	9.7%
资产效率					
应收账款周转天数	6.0	5.2	5.2	5.2	5.2
库存周转天数	46.2	39.6	39.6	39.6	39.6
应付账款周转天数	78.2	54.6	54.6	54.6	54.6
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.3	1.3	1.8	2.4	3.3
速动比率 (x)	0.0	0.3	0.3	0.3	0.4
现金比率 (x)	0.2	0.9	1.4	2.0	2.8
负债/权益	-435.1%	138.0%	134.8%	123.3%	114.8%
估值					
市盈率 (x)	-8.3	-87.9	29.7	21.1	15.5
企业价值 / EBITDA (x)	-51.9	33.7	11.1	8.0	5.5
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

图表 2：特海国际门店网络



注：数据截至 2022 年 12 月末
 资料来源：公司资料、浦银国际

图表 3：海外华人按国家分布，2021

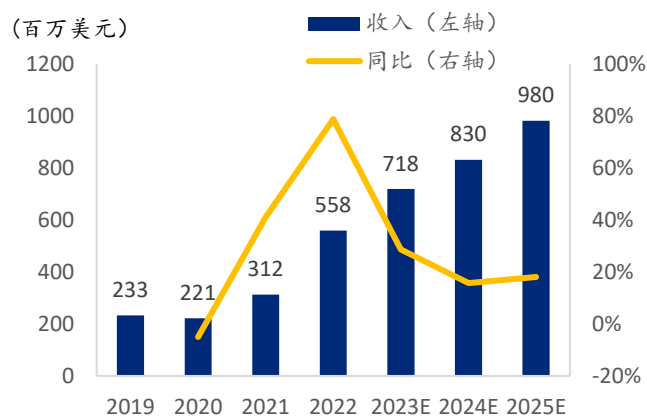
排名	国家	人数（千人）
1	印度尼西亚	8,011
2	泰国	7,513
3	马来西亚	6,541
4	美国	4,160
5	新加坡	2,808
6	加拿大	1,511
7	菲律宾	1,243
8	缅甸	1,054
9	越南	993
10	秘鲁	990
11	澳大利亚	755
12	日本	675
13	俄罗斯	447
14	法国	442
15	英国	401

资料来源：维基百科、浦银国际

盈利预测

(1) 收入

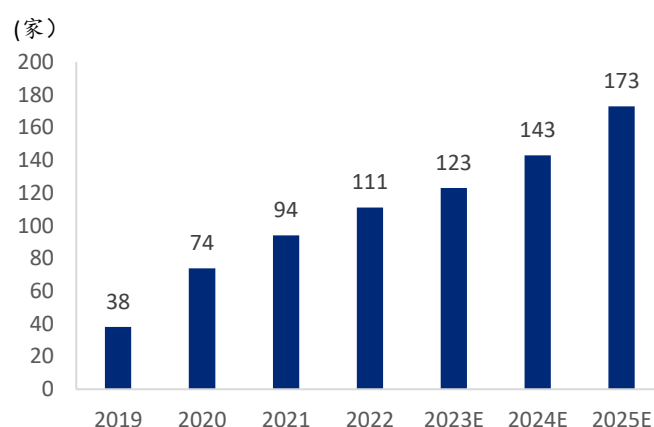
图表 4：特海国际收入与同比增速，2019-2025E



注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据、浦银国际

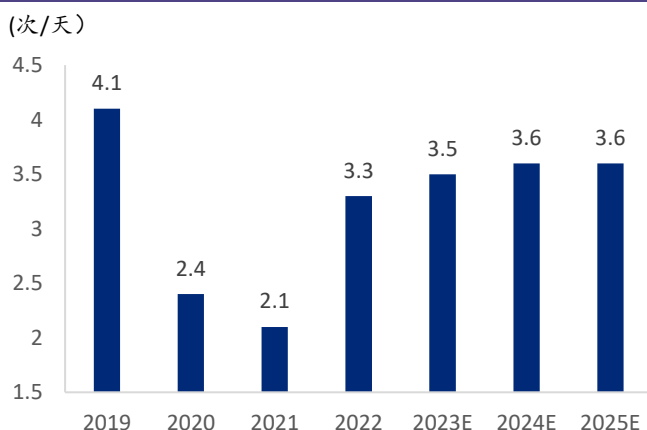
图表 5：特海国际门店数，2019-2025E



注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据、浦银国际

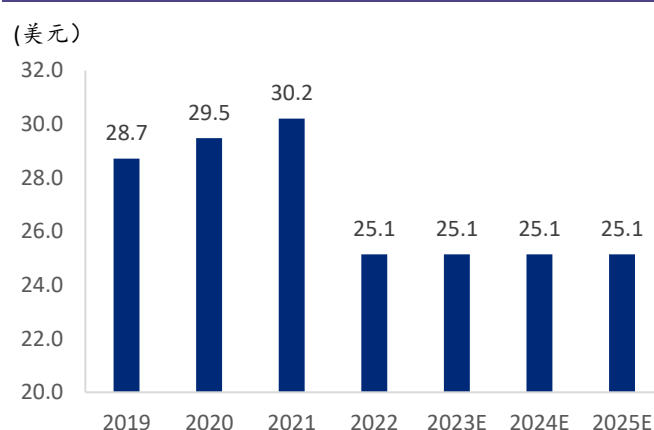
图表 6：特海国际翻台率，2019-2025E



注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据、浦银国际

图表 7：特海国际客单价，2019-2025E

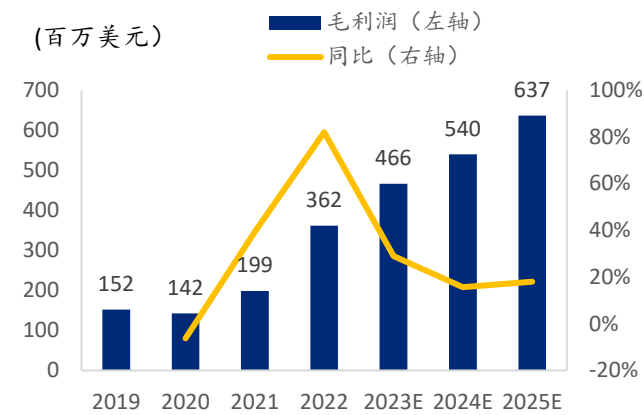


注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据、浦银国际

(2) 利润率

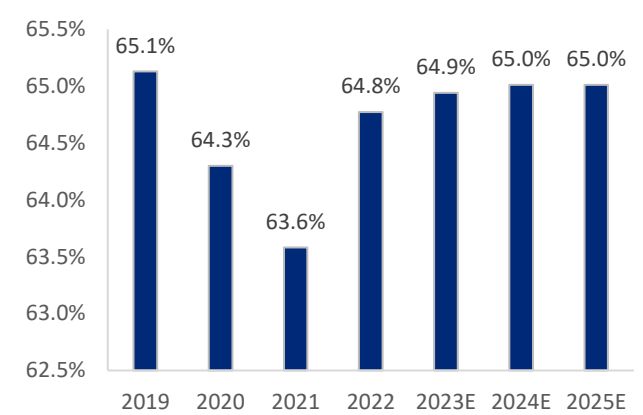
图表 8：特海国际毛利与同比增速，2019-2025E



注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据、浦银国际

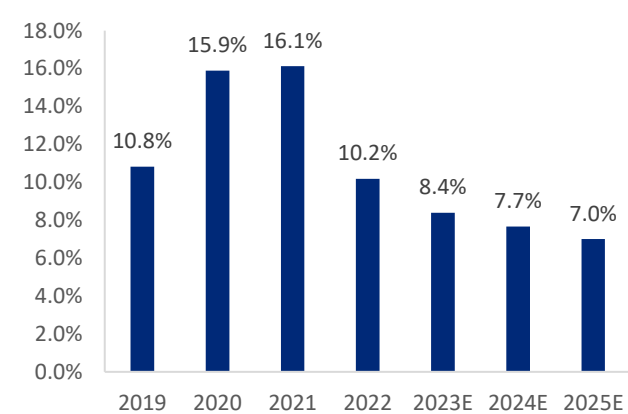
图表 9：特海国际毛利率，2019-2025E



注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据、浦银国际

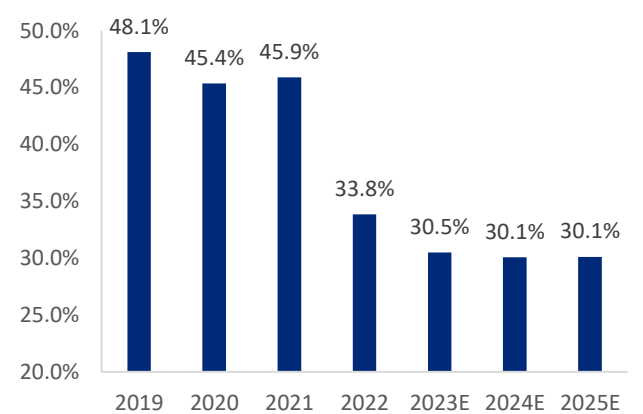
图表 10：特海国际租金费用率，2019-2025E



注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据、浦银国际

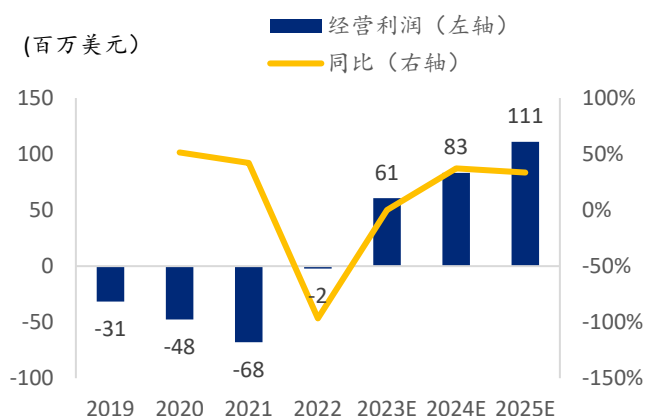
图表 11：特海国际员工成本占收入比例，2019-2025E



注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据、浦银国际

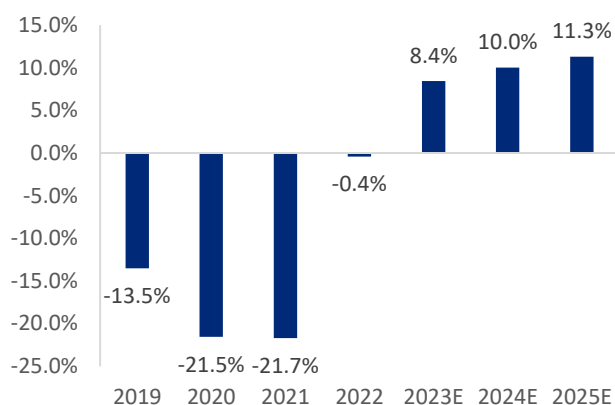
图表 12：特海国际经营利润与同比增速，2019-2025E



注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据、浦银国际

图表 13：特海国际核心经营利润率，2019-2025E

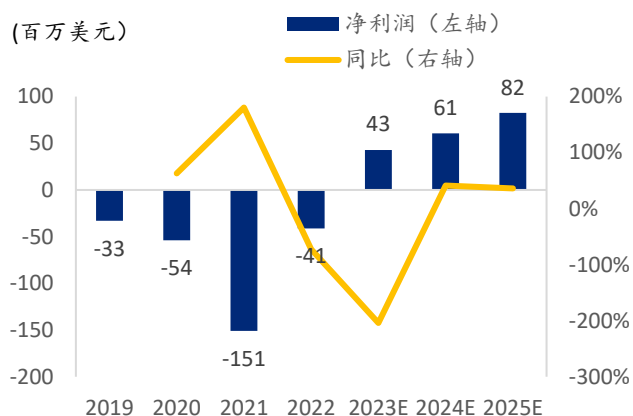


注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据、浦银国际

(3) 净利润与净资产回报

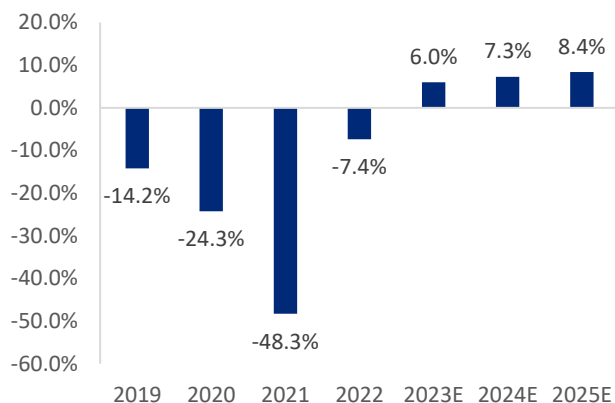
图表 14：特海国际净利润与同比增速，2019-2025E



注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据、浦银国际

图表 15：特海国际净利率，2019-2025E



注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据、浦银国际

图表 16：杜邦净资产收益率（ROE）分析

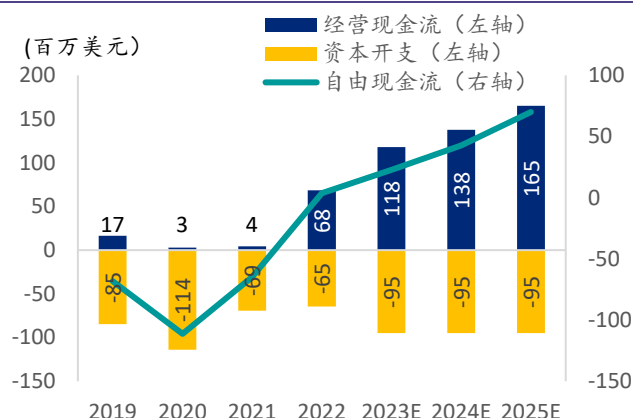
	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	65.1%	64.3%	63.6%	64.8%	64.9%	65.0%	65.0%
销售、管理费用率	-78.6%	-85.8%	-85.3%	-65.2%	-56.5%	-55.0%	-53.7%
EBIT 利润率	-13.5%	-21.5%	-21.7%	-0.4%	8.4%	10.0%	11.3%
税前利润/EBIT	1.02	1.08	2.21	14.14	0.95	0.97	0.99
净利润/税前利润	1.02	1.04	1.01	1.28	0.75	0.75	0.75
净利润（少数股东 前）/归母净利润	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
净利润率	-14.2%	-24.3%	-48.3%	-7.4%	6.0%	7.3%	8.4%
资产周转率	0.59	0.44	0.51	0.93	1.15	1.15	1.16
财务杠杆	-37.27	-12.87	-4.83	21.93	2.36	2.29	2.19
ROE	310%	139%	119%	-150%	16%	19%	21%

注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据、浦银国际

（4）资产负债表与现金流

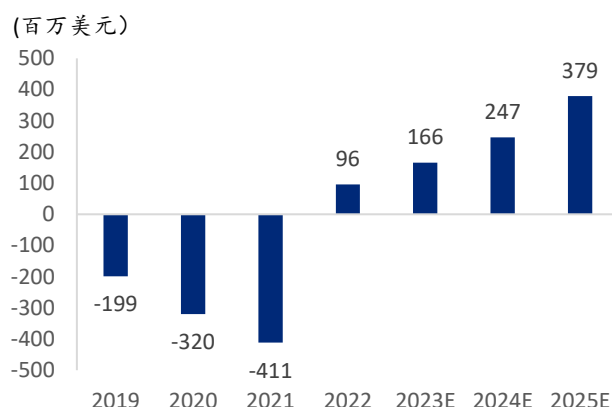
图表 17：特海国际经营现金流、资本开支与自由现金流，2019-2025E



注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据、浦银国际

图表 18：特海国际的净现金，2019-2025E



注：E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据、浦银国际

目标价与估值

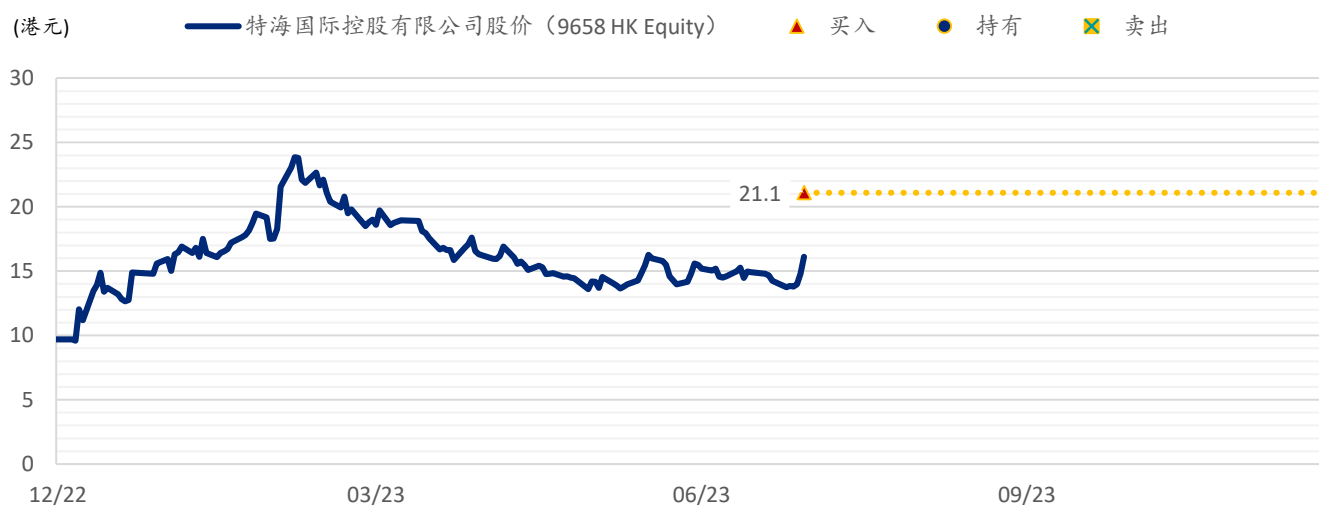
尽管特海开店空间可观，但考虑到公司发展还处在起步阶段，尚未形成规模效应，我们用 11x 2024 年 EV/EBITDA（与海底捞同样的估值倍数）对特海进行估值，得到 21.1 港元的目标价（相当于 28x 2024E P/E），潜在升幅 31.1%。

风险提示

特海股价可能面临的下行风险包括：

1. 全球经济恶化；
2. 海外消费者对海底捞的接受度下降；
3. 汇率变动带来潜在风险。

图表 19: SPDBI 目标价: 特海国际



注: 截至 2023 年 7 月 31 日午市收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 20: SPDBI 消费行业覆盖公司

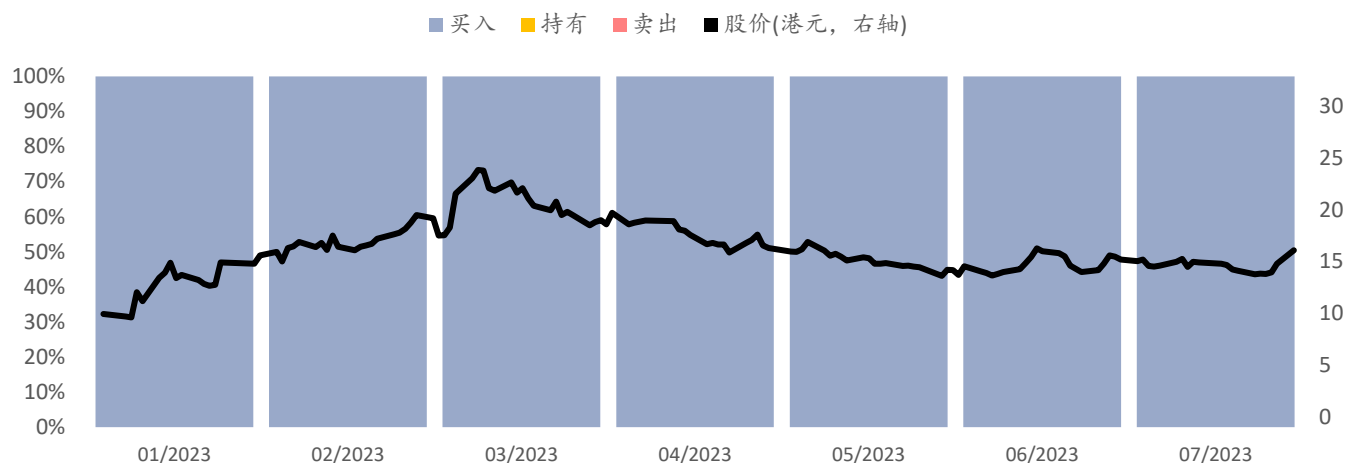
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	48.3	买入	51.9	2023 年 7 月 5 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	93.3	买入	95.0	2023 年 4 月 13 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	1.2	2023 年 5 月 12 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	7.1	买入	8.4	2023 年 7 月 3 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.4	买入	10	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	59.8	买入	77.2	2023 年 7 月 31 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	481.8	买入	601.8	2023 年 7 月 31 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	22.0	持有	24.9	2023 年 7 月 31 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	16.1	买入	21.1	2023 年 7 月 31 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	15.4	买入	18.8	2023 年 7 月 31 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	50.5	买入	80.4	2023 年 3 月 27 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	91.3	买入	126.7	2023 年 5 月 3 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	19.2	持有	26.2	2023 年 5 月 4 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	70.6	买入	100.0	2023 年 4 月 26 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	100.0	持有	121.0	2023 年 4 月 26 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	11.4	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.7	买入	35.4	2023 年 5 月 2 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	29.9	买入	40.2	2023 年 3 月 31 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	11.0	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.8	持有	7.6	2022 年 12 月 7 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.6	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	22.7	买入	42.8	2023 年 2 月 20 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.8	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.8	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品

注: 截至 2023 年 7 月 31 日午市收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

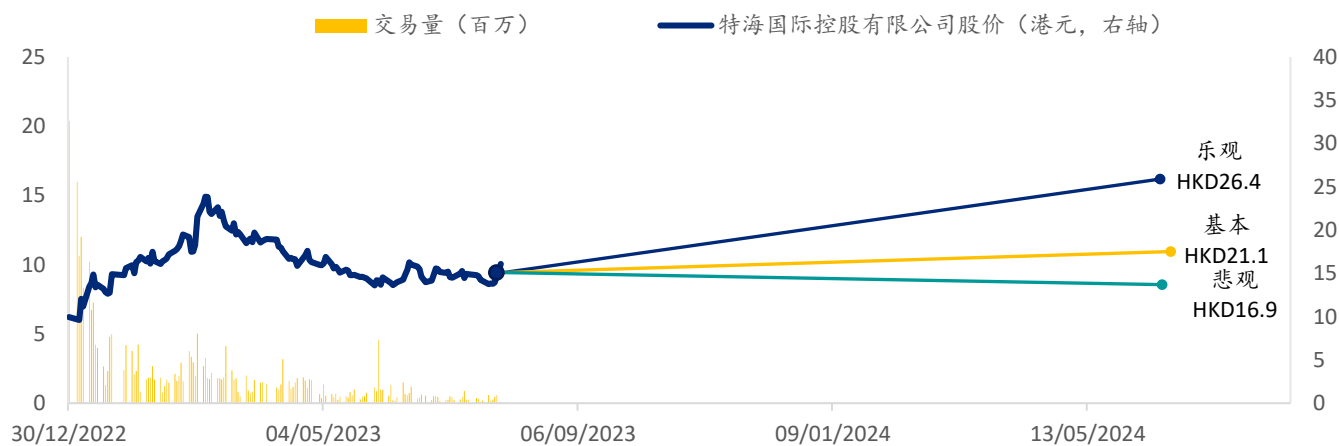
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 21：特海国际市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 22：特海国际 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：26.4 港元

概率：25%

- 公司门店快速扩张，2024 年门店增长 30 间；
- 公司同店销售 2024 年同比增长 20%；
- 2024 年公司毛利率同比增长 50bps。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：16.9 港元

概率：20%

- 2024 年门店增长 10 间；
- 公司同店销售 2024 年同比增长 5%；
- 2024 年公司毛利率同比持平。

资料来源：浦银国际

公司背景

● 公司介绍

海底捞创建于 1994 年，经历近 30 年的成长已成为目前中国最大的连锁火锅企业，并于 2022 年 12 月决定分拆海底捞国际业务，并在港交所成功上市，即特海国际（股票代码：9658.HK）。截至 2022 年末，特海国际旗下海底捞门店已达 111 间，其中 68 家位于东南亚、18 家位于北美洲、17 家位于东亚。

海底捞 1994 年成立于四川，最初是一家以经营麻辣烫为主的餐饮店，后经数年发展成为以经营四川风味火锅为主的连锁火锅餐饮企业。海底捞以“服务周到”为核心服务理念，给消费者留下较好的用餐体验。

特海的收入中绝大部分来自海底捞餐厅的运营。其次，特海 2022 年收入的 1.2% 来自外卖以及销售火锅调味品及食材。此外，特海于 2022 年 10 月收购 Hao Noodle and Tea Holdings Inc. 80% 已发行及发行在外普通股。HN&T Holdings 在纽约经营两家名为“Hao Noodle”及“Hao Noodle and Tea by Madam Zhu's Kitchen”的餐厅，提供轻食、饮料及酒类。

财务上，公司 2022 年收入 5.6 亿美元，其中 59.7% 的收入由东南亚门店贡献，20.8% 由北美地区门店贡献。2022 年公司归母净亏损 4126 万美元。

● 前十大股东

图表 23：特海国际主要股东

	主要股东	占比(%)
1	NP United Holding LTD	29.10
2	ZY NP LTD	18.55
3	Super Hi LTD	7.00
4	SP NP LTD	6.64
5	LHY NP LTD	5.41
6	Super Hi International LTD	3.00
7	SYH NP LTD	2.74
8	Morgan Stanley	1.58
9	China Universal Asset Management	0.74
10	Vanguard Group Inc/The	0.64

注：截至 2023 年 7 月 28 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 公司历史

图表 24：特海国际发展里程碑

时间	里程碑
1994	海底捞创立于四川省简阳市
1999	海底捞走出四川在陕西设立省外第一间分店
2010	推出自营火锅外卖服务
2012	海底捞在新加坡开设第一间海外分店，开启全球化道路
2018	海底捞在港交所挂牌上市
2022	海底捞分拆海外业务并在港交所主板单独上市，即特海国际

资料来源：公司资料、浦银国际

● 公司管理层

图表 25：特海国际公司管理层

姓名	职位	履历
周兆呈	董事兼董事会主席	于 2022 年 5 月 6 日获委任为执行董事兼董事会主席。其自 2022 年 3 月 25 日至 2023 年 3 月 30 日亦担任特海首席执行官。主要负责主导集团国际化及全球化发展的战略及规划。周兆呈先生积累了丰富的管理和战略规划经验，特别是在企业管理、公共传播及国际市场运营等领域。周兆呈先生于 2018 年 4 月加入海底捞国际控股有限公司，担任首席战略官。周兆呈先生自 2020 年 4 月至 2022 年 12 月期间担任海底捞国际控股有限公司执行董事和联席公司秘书，负责协助首席执行官制定发展战略。2022 年 12 月 30 日，周兆呈先生调任为海底捞国际控股有限公司的非执行董事，主要负责为海底捞国际控股有限公司提供战略建议以及监督管理层及战略发展。加入海底捞国际控股有限公司前，周兆呈先生于 1994 年 9 月至 1997 年 6 月任《经贸导报》记者，1997 年 6 月至 1998 年 7 月任《新华日报》记者。周兆呈先生于 1999 年 9 月至 2015 年 10 月历任联合早报高级编辑、副编辑主任及联合早报网主编。周兆呈先生亦于 2009 年 4 月至 2015 年 10 月任《联合早报》中《新汇点》的主编。其后，周兆呈先生于 2015 年 11 月至 2016 年 12 月担任《联合早报》助理副总裁（新兴业务），然后于 2017 年 1 月至 2018 年 3 月担任新加坡报业控股有限公司（SGX: T39）新兴市场副总裁。周兆呈先生亦分别于 2017 年 6 月至 2018 年 3 月及 2017 年 7 月至 2018 年 3 月任创文国际有限公司及 ZBJ-SPH 私人有限公司董事。
李瑜	执行董事及首席执行官	于 2023 年 3 月获委任为公司执行董事及首席执行官。主要负责集团发展战略的落实和推进，以及集团餐厅业务的运营和提升。李瑜先生于 2007 年 11 月加入海底捞国际，任职超过 15 年。其自 2021 年 5 月至 2022 年 3 月负责日本、韩国、泰国及中国台湾地区的海底捞餐厅的运营及管理，并自 2022 年 3 月至 2022 年 10 月获进一步委任为中国大陆地区首席运营官，主要协助海底捞国际首席执行官提高运营效率，加强对管理及执行的监督和实施。自 2022 年 10 月以来，李瑜先生一直协助前任首席执行官周兆呈先生监督集团业务的管理及运营。李瑜先生自 2021 年 8 月至 2022 年 9 月亦担任海底捞国际的执行董事。
王金平	首席运营官	于 2022 年 5 月获委任为执行董事，并于 2022 年 3 月获委任为集团首席运营官。主要负责监督集团的运营，参与集团的管理及战略发展。王金平先生目前在集团的五家附属公司担任董事职务。王金平先生在餐饮服务领域拥有逾 15 年的经验，擅长行政管理、企业营销和市场营销。王金平先生于 2008 年 1 月加入海底捞国际集团，随后于 2010 年 9 月担任门店经理。为了支持海外餐饮业务的扩张，王金平先生于 2012 年 9 月被调往新加坡，并于 2014 年 8 月晋升为区域经理，负责当地的业务运营。自 2021 年 5 月起，王金平先生再次晋升，负责管理和监督集团在新加坡、马来西亚、澳大利亚和新西兰的业务运营。于 2022 年 3 月，王金平先生获委任为海底捞国际（港澳台及海外地区）首席运营官，负责监督海底捞国际集团港澳台地区及海外业务运营。王金平先生于 2022 年 12 月 30 日辞去海底捞国际（港澳台及海外地区）首席运营官一职，惟作为集团首席运营官继续监督集团海外业务。
刘丽	产品总监	于 2022 年 5 月获委任为执行董事，并于 2022 年 3 月 25 日获委任为集团产品总监。主要负责统筹产品开发，参与集团的管理及战略发展。刘丽女士在餐饮服务领域拥有逾 10 年的经验。刘丽女士于 2012 年 10 月加入集团附属公司 Singapore Dining，并先后 (i) 于 2016 年 4 月晋升为大堂经理，(ii) 于 2017 年 9 月晋升为门店经理，及 (iii) 于 2022 年 3 月晋升为海外产品总监。曾担任海底捞国际在中国大陆的小吃及甜点开发项目组长，并于 2021 年 11 月至 2022 年 3 月负责进行产品开发。

资料来源：公司年报、浦银国际

● 财务报表

图表 26：特海国际利润表

(百万美元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	312	558	718	830	980
同比	41.1%	78.7%	28.6%	15.6%	18.1%
营业成本	-114	-197	-252	-291	-343
毛利润	199	362	466	540	637
毛利率	63.6%	64.8%	64.9%	65.0%	65.0%
员工费用	-143	-189	-219	-250	-295
租金费用	-50	-57	-60	-64	-69
能源费用	-11	-20	-25	-29	-35
折旧与摊销	-35	-37	-40	-47	-54
其他费用	-44	-67	-67	-73	-79
其他收入	18	6	6	6	6
经营利润	-68	-2	61	83	111
经营利润率	-21.7%	-0.4%	8.4%	10.0%	11.3%
财务费用	-9	-3	2	3	4
其他收益或支出	-73	-27	-5	-5	-5
税前盈利	-150	-32	57	81	110
所得税	-1	-9	-14	-20	-27
所得税率	-0.8%	-28.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	-151	-41	43	61	82
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	-151	-41	43	61	82
归母净利率	-48.3%	-7.4%	6.0%	7.3%	8.4%
同比	180.4%	-72.6%	n.m	41.1%	36.1%

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 27：特海国际资产负债表

(百万美元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	94	101	170	251	383
应收票据及应收账款	6	9	10	12	14
预付款项	24	17	17	17	17
存货	17	26	27	32	37
其他流动资产	66	0	0	0	0
流动资产合计	207	153	225	312	451
固定资产	195	197	223	241	252
使用权资产	202	201	198	195	192
无形资产	0	2	2	2	2
商誉	0	1	1	1	1
递延所得税资产	0	1	1	1	1
租金保证金	18	18	18	18	18
其他非流动资产	4	2	2	2	2
非流动资产合计	420	423	444	460	468
短期借款	3	0	0	0	0
应付票据及应付账款	51	64	69	75	83
关联方贷款	501	1	1	1	1
租赁负债	37	40	40	40	40
应交税费	2	8	8	8	8
合同负债	3	4	4	4	4
其他流动负债	1	1	1	1	1
流动负债合计	597	117	123	128	136
递延所得税负债	1	4	4	4	4
租赁负债	207	202	246	282	340
长期借款	1	1	1	1	1
合同负债	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9	11	11	11	11
非流动负债合计	218	217	262	298	355
股本	51	0	0	0	0
储备	-238	240	283	343	426
少数股东权益	0	2	2	2	2
所有者权益合计	-187	242	285	346	428

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 28：特海国际现金流量表

(百万美元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
税前盈利	-150	-32	57	81	110
折旧与摊销	70	73	73	80	87
财务费用	19	12	0	0	0
固定资产抛售损失	1	2	0	0	0
减值准备	63	8	0	0	0
存货的减少	-5	-9	-1	-4	-6
经营性应收项目的减少	-11	-15	-1	-2	-2
经营性应付项目的增加	4	8	5	6	8
应付第三方款项	0	0	0	0	0
税金	-1	-2	-14	-20	-27
其他	12	24	-2	-3	-4
经营活动产生的现金流量净额	4	68	118	138	165
资本开支	-67	-60	-95	-95	-95
金融性资产减少	-28	41	0	0	0
财务收入	1	1	2	3	4
受限制存款变化	9	27	0	0	0
其他	-3	-7	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-87	1	-93	-92	-91
吸收投资收到的现金	17	-13	0	0	0
取得借款收到的现金	131	-14	0	0	0
财务支出	-10	-5	0	0	0
租赁性负债增加	-29	-36	45	36	58
其他	0	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	109	-68	45	36	57
外汇损失	1	1	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	37	3	69	81	132
期初现金及现金等价物余额	52	90	94	163	245
期末现金及现金等价物余额	90	94	163	245	376

资料来源：公司数据、浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团 - 浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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个人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合资格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

