

特海国际(9658.HK) 深度报告： 中式火锅龙头海底捞，品牌海外生命周期加速释放

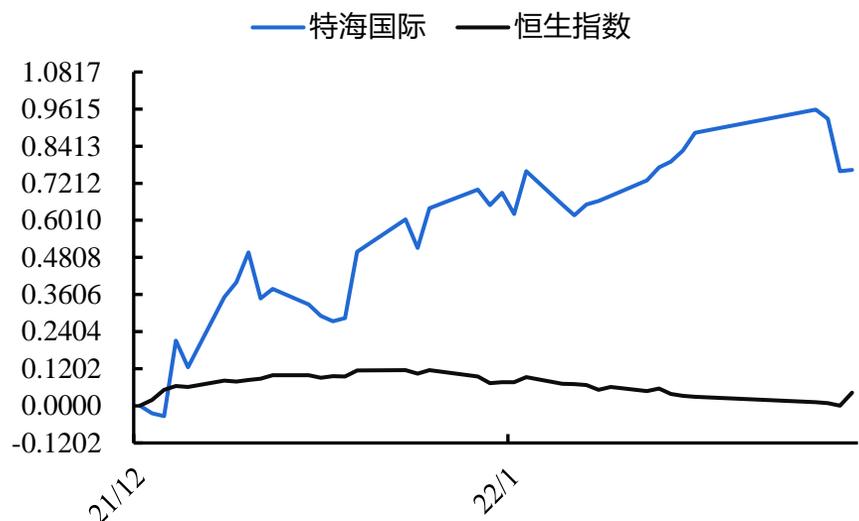
评级：增持(首次覆盖)

芦冠宇(证券分析师)
S0350521110002
lugy@ghzq.com.cn

李宇宸(联系人)
S0350121110026
liyc02@ghzq.com.cn

熊思雨(联系人)
S0350122070076
xionsy@ghzq.com.cn

最近市场走势



相对恒生指数表现

表现	1M	3M	12M
特海国际	7.6%		
恒生指数	-6.6%		

预测指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万美元)	312.37	561.23	742.01	868.49
增长率(%)	41.08	79.67	32.21	17.05
归母净利润 (百万美元)	-150.75	-40.61	40.27	67.96
增长率(%)	-180.42	73.06	199.16	68.77
摊薄每股收益 (美元)	-0.24	-0.07	0.07	0.11
ROE(%)	80.54	-8.11	7.44	11.15
P/E	—	-34.08	34.37	20.37
P/B	—	2.76	2.56	2.27
P/S	—	2.47	1.87	1.59
EV/EBITDA	-0.30	3.08	2.57	2.32

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

- **特海国际分拆自海底捞海外业务，品牌生命周期仍处于早期阶段，未来成长空间大、门店扩张相对容易，上市后有望加速扩张。基于我们的盈利预测2023年PE仅34倍，保守测算开到500家店时利润水平约16-19亿港元，但500家或非终点。由于特海国际仍处于扩张早期阶段，对标国内海底捞（6862.HK）和其他餐饮标的估值提升空间大。**
- **品牌力+管理运营+扩展方法论成熟，特海国际门店扩张相对容易。**
 - 1) 火锅是代表中式餐饮文化且能快速复制的生意模式，海底捞品牌生命周期在华人圈已处成熟阶段，门店扩展较为容易。远期看有望作为中式火锅品牌代表服务全球消费者。
 - 2) 海底捞品牌在组织管理、门店运营、供应链等方面的方法论已非常成熟。特海国际管理团队在海外有10年运营和扩展经验，人才体系和管理方法论逐步成熟，截至2022年12月，成功将门店网络拓展至11国110家餐厅。
- **海外开店空间大，保守预计超500家，远期空间或更大。**
 - 1) 结合公司拓店节奏+区域规划，我们保守测算公司中期门店空间可达515家，对比现有门店110家，尚有约4倍的开店空间。
 - 东南亚模型已相对成熟，疫前翻台率均在4以上，近5亿人口，仅67家（截至2022年10月），未来仍有较大扩展空间。
 - 日韩两国17家（截至2022年10月），而日韩共64个城市，未来开店数量有望破百。
 - 美国、加拿大、澳洲经济体量大，华人众多，仅23家（截至2022年10月）。
 - 欧洲仅英国开设了3家门店（截至2022年10月），且排队情况较为普遍，欧洲国家与城市众多，消费需求远未被满足。
 - 2) 远期看，特海国际战略目标是服务全球消费者，火锅品类代表中式餐饮文化，公司有望成为海外成熟中国火锅连锁企业，届时开店空间将更大。

- **早期海外单店盈利能力弱于国内，未来有望持续提升。** ①2022H1，整体门店经营利润率已由负转正至1.5%。②2015-2017年海底捞境外餐厅（台湾、香港+海外）平均经营利润率达19.8%，海外早期单店盈利略低于国内，未来海外门店有望通过降低人力成本、原材料采购成本+提升门店翻台率，持续提升其单店盈利能力。③对标海外不同业态餐饮龙头，稳态下公司净利率可达10%。
- **门店模型、供应链、人才积累逐步成熟，上市后有望扩展加速。** 伴随公司上市，有望进一步增强海底捞在海外的品牌力，且上市推动公司融资、管理、运营等多项核心能力提升，未来门店拓展有望加速。
- **出境游复苏，利好海底捞海外门店翻台率提升。** 东南亚、东亚、欧洲、北美等地均是国人出境游热门目的地，疫情前境外海底捞有一定体量的消费来自国内游客，出境游复苏将直接利好公司海外门店翻台率提升。
- **市值空间大，品牌生命周期处早期阶段，有望获得更高估值溢价。** 保守测算开到500家店时利润水平约16-19亿港元，给予20xPE稳态估值对应320-380亿港元市值；参考海底捞、九毛九，其均在加速扩张期间获得明显估值溢价：海底捞于2018-2019年加速扩张/期间PE均值达77X；九毛九下的太二品牌于2020年加速扩张/期间九毛九PE均值达142X。
- **盈利预测与投资建议。** 由于海底捞品牌海外生命周期仍处于早期阶段，公司上市后有望加速扩张，降本增效下业绩弹性可期，预计特海国际2022-2024年营收为44.05/58.24/68.17亿港元（5.61/7.42/8.68亿美元），同比增速79.7%/32.2%/17.0%，实现净利润-3.19/3.16/5.33亿港元（-0.41/0.40/0.68亿美元），净利率为-7.2%/5.4%/7.8%，2023-2024年对应PE为34/20倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：** 疫情反复风险；海外终端需求恢复不及预期风险；国际餐饮业竞争激烈风险；拓店节奏不及预期；海外中式餐饮渗透不及预期；国内与国际市场并不具有完全可比性，报告中相关数据仅供参考。

1. 特海国际：国际领先中式餐饮品牌，海外门店扩张迅猛	7
1.1 公司概况：主营海底捞海外餐厅业务，110家门店覆盖11个国家	
1.2 股权结构：股权结构集中稳定，员工持股共享利益	
1.3 管理层：核心高管团队稳定、行业经验丰富	
1.4 财务表现：疫后餐厅经营恢复，带动业绩明显修复	
1.5 国际中式餐饮市场高度分散，公司品牌规模优势显著、渗透空间仍大	
2. 品牌力+管理运营+扩展方法论成熟，特海国际门店扩张相对容易	14
2.1 品牌力：中式餐饮文化的标签品牌，加速品牌海外变现	
2.2 运营力：管理运营、扩展方法论相对成熟，助推餐厅网络快速扩张	
3 拓店空间：保守预计超500家，远期空间或更大	17
3.1 拓店空间：先加密后向外扩张，保守预计超500家，远期空间或更大	
3.2 东南亚：模型相对成熟，未来拓店空间仍较大	
3.3 东亚：日韩体量小、城市多，未来开店数有望达100+家	
3.4 北美+澳洲：经济体量大、华人多，存量门店少、未来拓店空间较大	
3.5 欧洲：现仅在英国布局3家店，消费需求远未被满足，未来拓店空间大	

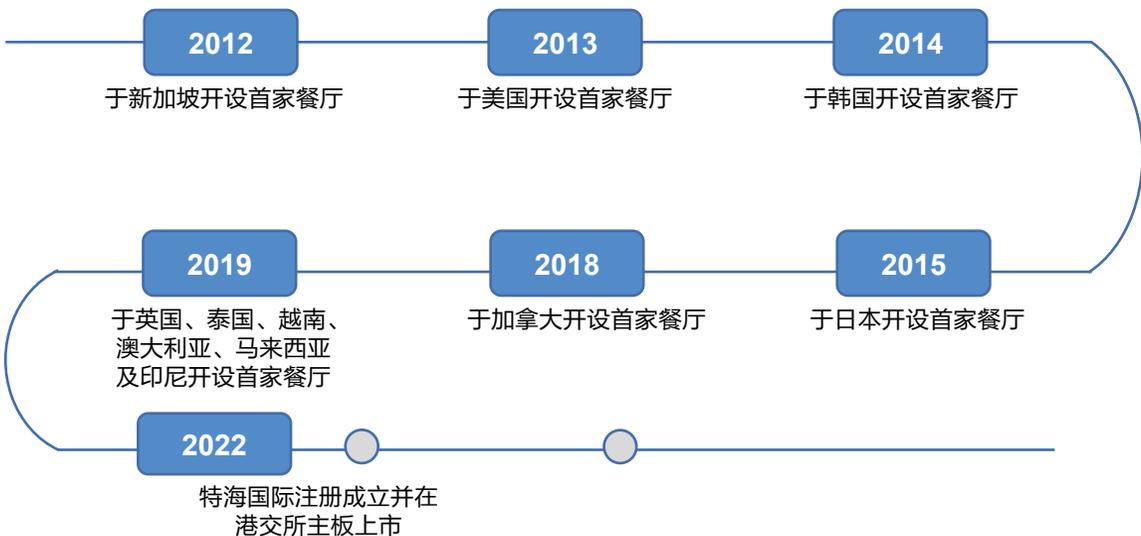
4. 核心驱动：单店盈利能力提升+门店扩展加速+门店翻台率提升	23
4.1 单店：海外早期弱于国内，未来单店盈利能力持续提升	
4.1 单店：对标海外，稳态下公司净利率可达10%	
4.2 各项条件逐步成熟，上市后拓店有望加速	
4.3 出境游复苏，利好海外门店翻台率提升	
4.4 品牌海外生命周期处早期阶段，有望获得更高估值溢价	
4.5 远期体量：保守估计500家门店下，对应稳态净利润16-19亿港元	
5. 盈利预测与投资建议	31
5.1 盈利预测与投资建议	
6. 风险提示	33

一、特海国际：国际领先中式餐饮品牌，海外门店扩张迅猛

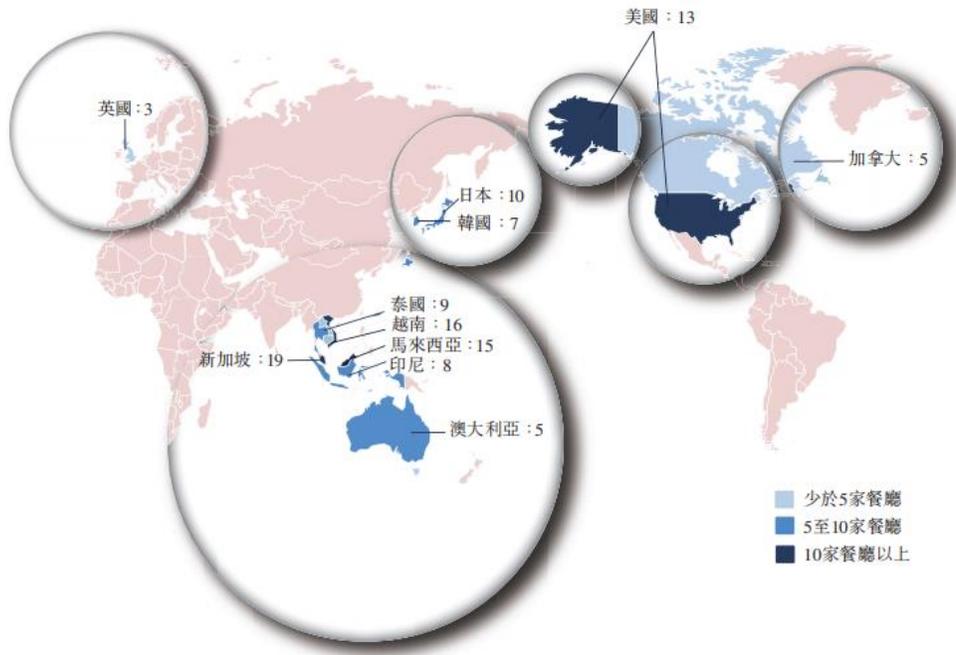
1.1 公司概况：主营海底捞海外餐厅业务，110家门店覆盖11个国家

- **分拆自海底捞海外业务，110家门店网络遍及11国。**公司主营海底捞海外餐厅经营，自2012年在新加坡开设首家餐厅以来，截至2022年12月2日，公司已开设110家餐厅，网络覆盖亚洲、北美洲、欧洲及大洋洲的11个国家：新加坡（19）、泰国（9）、越南（16）、马来西亚（15）、印尼（8）、日本（10）、韩国（7）、美国（13）、加拿大（5）、英国（3）及澳大利亚（5）。

图表：公司发展历程



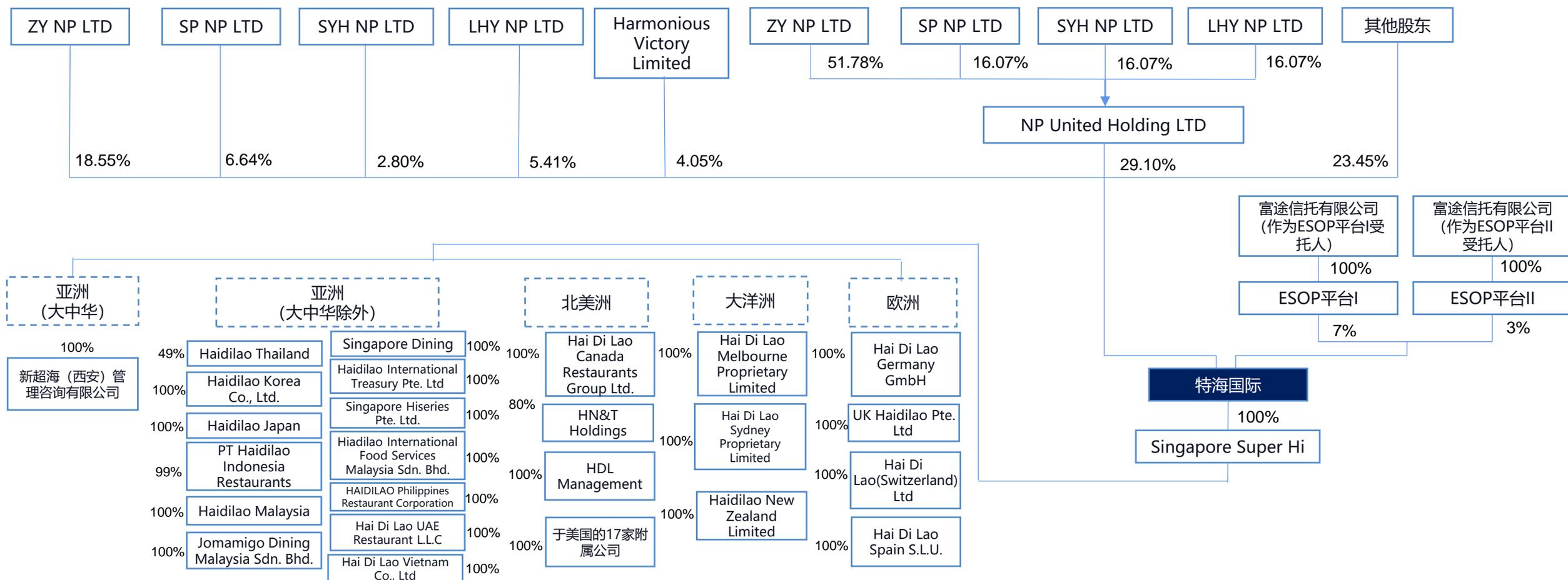
图表：截至2022年12月2日，公司已于11个国家开设110家餐厅



1.2 股权结构：股权结构集中稳定，员工持股共享利益

- **海底捞创始人夫妇为实控人，10%股份划分至员工持股平台。** 海底捞选择以实物分派方式分拆上市，分拆后，截至2022年12月，公司90%股份按各股东所持有海底捞的股权比例进行分派（分拆后不会摊薄海底捞原股东权益），其中海底捞创始人张勇、舒萍夫妇直接及间接持股合计达44.9%，为公司实控人；余下10%股份划分至ESOP员工持股平台。

图表：特海国际股权结构（截至2022年12月）



1.3 管理层：核心高管团队稳定、行业经验丰富

- **核心高管团队稳定，在海底捞海外餐厅一线工作多年，餐饮行业经验丰富。**
- **董事会主席兼首席执行官周兆呈：**在企业管理、品牌管理和战略咨询方面拥有丰富经验，自2018年加入海底捞以来，深入参与海底捞的战略发展、国际化运营和品牌规划。
- **首席运营官王金平：**任职海底捞超14年，负责监督海外餐厅运营超8年。
- **产品总监刘丽：**任职海底捞约10年，从新加坡餐厅的服务员起步，陆续晋升至海外产品总监，曾任海底捞中国大陆的小吃及甜点开发项目主管。

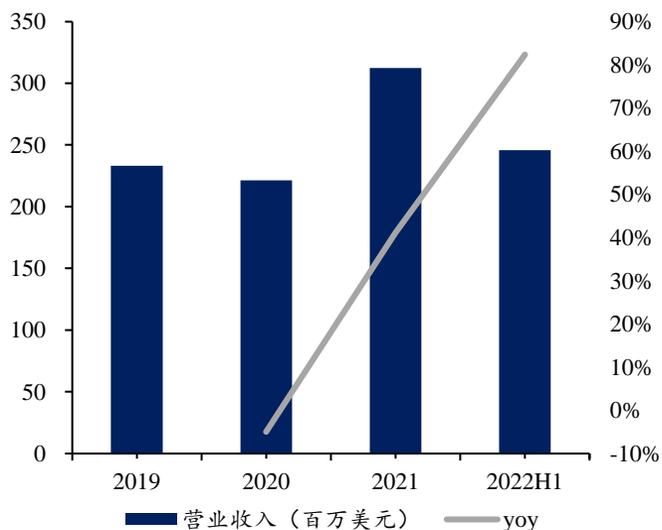
图表：高管团队稳定且行业经验丰富

	职务	年龄	职责	个人简历
周兆呈	执行董事兼董事会主席、首席执行官	49	统筹集团的管理和战略发展	加入公司前，曾先后任联合早报主编、助理副总裁（新兴业务）、Singapore Press Holdings Limited新兴市场副总裁、创文国际有限公司及ZBJ-SPH私人有限公司董事；于2018年4月担任海底捞国际集团首席战略官，2020年4月获委任为海底捞国际执行董事和联席公司秘书；自2022年3月起任集团首席执行官。
王金平	执行董事兼首席运营官	39	监督集团的运营，参与集团的管理及战略发展	有约14年餐饮服务领域经验，于2008年1月加入海底捞国际集团，于2010年9月担任门店经理，于2012年9月被调往新加坡，2014年8月担任大区经理；自2021年5月起，负责管理和监督新加坡、马来西亚、澳大利亚和新西兰的业务运营，自2022年3月起，任集团首席运营官。
刘丽	执行董事兼产品总监	35	统筹产品开发，参与集团的管理及战略发展	有近10年餐饮服务经验，于2012年10月加入Singapore Dining，于2016年4月晋升为大堂经理，于2017年9月晋升为门店经理，于2022年3月晋升为海外产品总监，曾担任海底捞在中国大陆的小吃及甜点开发项目主管，并于2021年11月至2022年3月负责进行产品开发。
周绍华	副总裁兼大区经理	36	统筹品牌管理，参与集团的管理及战略发展	有近12年餐饮服务领域经验，于2010年10月加入海底捞国际集团，于2013年1月调往新加坡担任项目经理协助当地的业务开拓，于2014年7月晋升为餐厅值班经理，2016年4月晋升为门店经理，及2022年3月晋升为大区经理。
李璐	财务总监	34	统筹财务及投资管理，参与集团的管理及战略发展	有近十年财务管理及控制经验，于2018年7月在海鸿达(北京)餐饮管理有限公司担任财务分析经理，2019年12月在红火台网络科技有限公司担任副总经理及财务总监，于2021年11月重新加入海底捞国际集团，担任海外业务财务经理。加入公司前，曾担任玛氏食品(中国)有限公司报销系统专家、亚马逊(中国)投资有限公司财务分析师。

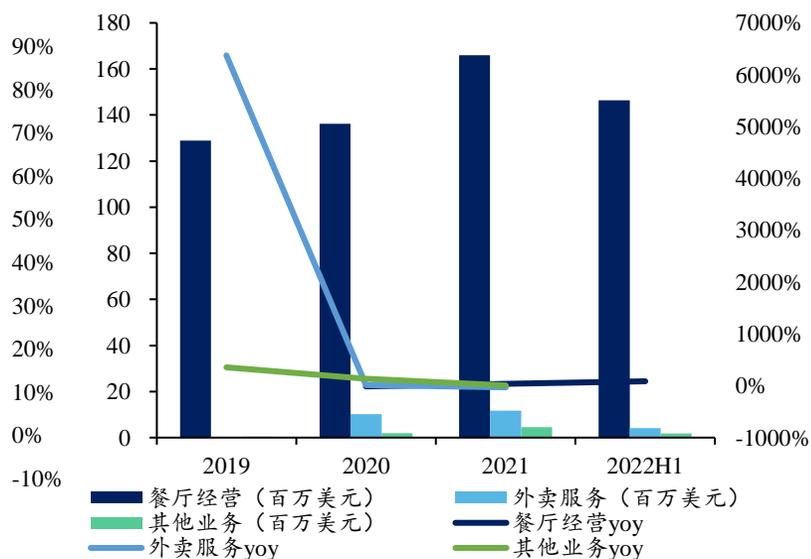
1.4 财务表现：疫后餐厅经营恢复，带动业绩明显修复

- **疫后餐厅经营恢复，带动收入强劲复苏。** 2019-2021年公司分别实现收入2.33/2.21/3.12亿美元，海外疫情限制性措施阻碍餐厅正常经营（区域封锁、临时闭店、限制用餐时间及落座率等）；2022H1，海外疫情限制性措施逐渐解除，餐厅经营恢复，公司实现收入2.46亿美元/同比+82.3%。
- **东南亚收入占比60%为主要市场，北美洲收入增长最快。** 公司主营餐厅经营业务，2022H1收入占比高达97.5%，外卖/销售火锅调味品和食材业务收入占比分别为1.7%/0.8%。分地区看，2022H1东南亚/北美洲/东亚/其他地区收入占比为59.5%/19.2%/10.3%/8.5%，东南亚为其主要市场，北美洲增长最快，2021、2022H1同比增速连续超100%。

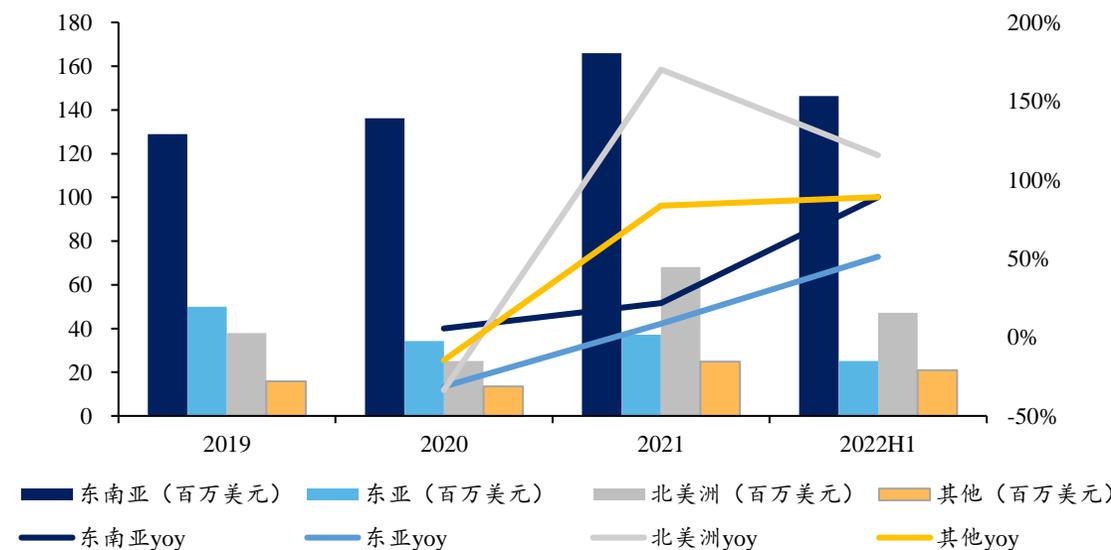
图表：营收受疫情冲击后复苏快速强劲



图表：餐厅经营贡献营收主要来源



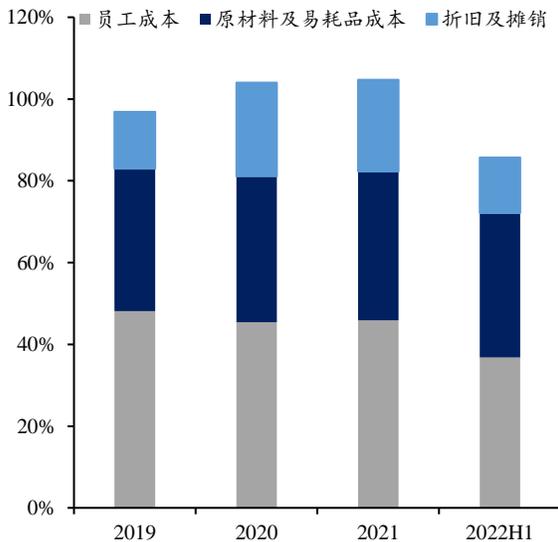
图表：东南亚为主要市场，北美洲业务增长最快



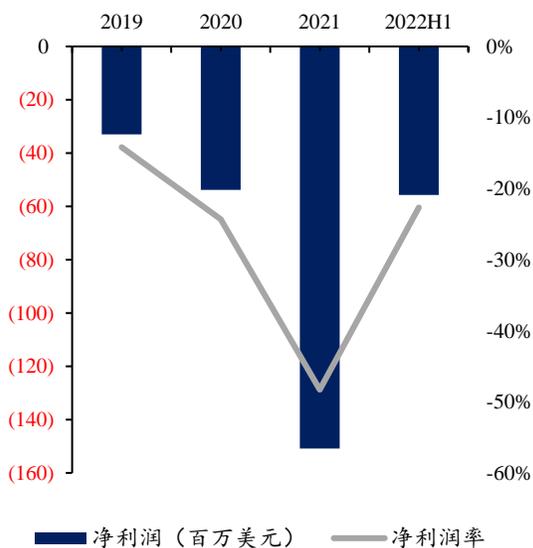
1.4 财务表现：疫后餐厅经营恢复，带动业绩明显修复

- 精简人员、提升效率，带动成本结构显著优化。** 公司成本费用里，员工成本占比最高，2019-2022H1伴随餐厅运营效率提升、餐厅员工人数精简约30%、优化薪酬制度，员工成本占收入比重由2019的48.1%降至2022H1的36.8%，优化显著。原材料成本、折旧及摊销2022H1占比为35.3%/13.6%，相较2019年疫情前基本持平。
- 疫后经营恢复+放缓拓店节奏，净亏损率大幅收窄、餐厅层面扭亏为盈。** 2020年海外疫情下快速拓店+经营受阻，导致2021年亏损扩大至1.51亿美元；伴随2021年起公司放缓拓店节奏+餐厅经营逐渐恢复正常，2022H1公司层面净亏损达0.56亿美元，净亏损率-22.7%/环比2021年底收窄25.6pct；餐厅层面经营溢利率扭亏为盈至1.5%，环比2021年底提升22.7pct。
- 经营性现金流压力解除。** 2020、2021年疫情下经营性现金流承压，2022H1伴随疫情平息下餐厅业务修复，经营活动所得现金净额改善显著，达0.3亿美元/同比+456.1%，可保障公司未来至少一年内营运资金充足。

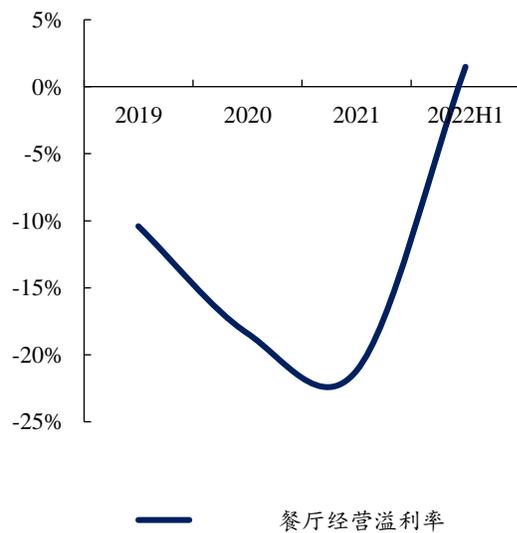
图表：成本结构显著优化



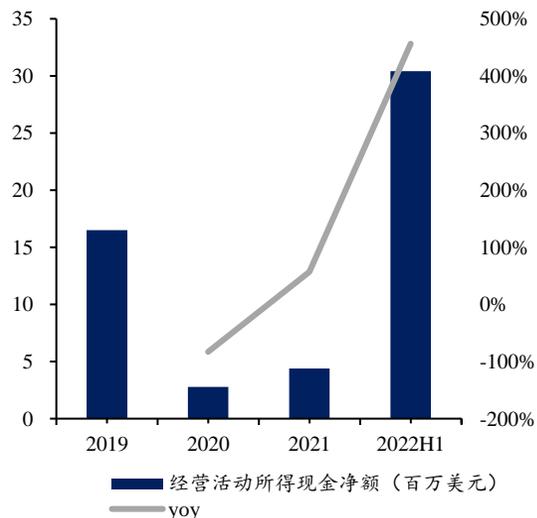
图表：净亏损率大幅收窄



图表：餐厅层面已扭亏为盈



图表：经营性现金流改善显著



1.5 国际中式餐饮市场高度分散，公司品牌规模优势显著、渗透空间仍大

- **国际中式连锁餐饮品牌少，覆盖两个或以上国家的品牌占比不足5%。**截至2021年，国际市场中的中式餐饮餐厅数量已超60万家，但成功实现国际连锁经营的中式餐饮品牌寥寥可数；2021年，在国际市场上拥有超10家餐厅/覆盖两个或以上国家的中式餐饮品牌，分别仅占约13.0%/不足5%。
- **海底捞为源于中国最大/自营餐厅覆盖最多国家的中式餐饮品牌。**按2021年收入计，海底捞是国际市场第三大中式餐饮品牌，亦是国际市场上源自中国的最大中式餐饮品牌；按截至2021年末自营餐厅覆盖的国家数目计，海底捞是国际市场上最大的中式餐饮品牌。
- **所定位的海外目标市场的中式餐饮渗透空间仍大。**目前海外的中式餐饮主要集中于中国移民人口众多的地区，如东南亚、东亚及北美洲。特海国际所定位的目标市场分国家来看，2022年美国/日本/新加坡的中式餐饮市场规模领先，分别为461/106/76亿美元；相较于公司收入体量（2021年3.1亿美元，2022H1为2.5亿美元），各自市场中中式餐饮的渗透空间仍相当大。

图表：公司在源自中国的中式餐饮集团中位列第一

排名	集团	背景	2021年收入 (百万美元)	截至2021年12月31日 的餐厅数目
1	本公司	于1994年在中国成立，本公司是一家经营川味火锅为主的连锁品牌。截至2021年，其拥有94家餐厅。	312.4	94
2	公司C	于1972年在台湾成立，公司C是一家提供江浙菜的休闲餐饮连锁餐厅。截至2021年，其在全球拥有约120家餐厅。	~150	~120
3	公司G	于2003年在中国成立，公司G是一家川味连锁火锅店。截至2021年，其在全球拥有约15家餐厅。	~19	~15
4	公司E	于1999年在中国成立，公司E为蒙古风味连锁火锅店。截至2021年，其在全球拥有约25家餐厅。	~17	~35
5	公司F	于2001年在中国成立，公司F为蒙古风味连锁火锅店。截至2021年，其在全球拥有约25家餐厅。	~13	~25

图表：公司为自营餐厅覆盖最多国家的中式餐饮品牌

排名	集团	背景	自营餐厅覆盖 的国家数目
1	本公司	于1994年在中国成立，本公司是一家经营川味火锅为主的连锁品牌。截至2021年，其拥有94家餐厅。	11
2	公司A	于1983年在美国成立，公司A为一家主要提供西化中式餐饮的连锁快餐店。截至2021年，其拥有约2200家餐厅。	4
3	公司E	于1999年在中国成立，公司E为蒙古风味连锁火锅店。截至2021年，其在全球拥有约25家餐厅。	2
3	公司B	于1993年在美国成立，公司B为提供西化中式餐饮的休闲餐饮连锁餐厅。截至2021年，其拥有约320家餐厅。	2
3	公司F	于2001年在中国成立，公司F为蒙古风味连锁火锅店。截至2021年，其在全球拥有约25家餐厅。	2

图表：目标市场的中式餐饮及火锅店的市场规模



二、品牌力+管理运营+扩展方法论成熟，特海国际门店扩张相对容易

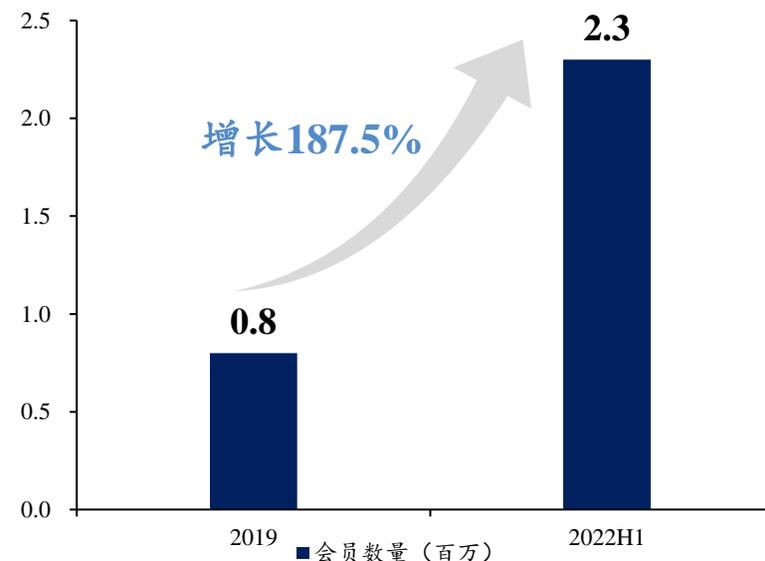
2.1 品牌力：中式餐饮文化的标签品牌，加速品牌海外变现

- **海底捞品牌国内生命周期成熟、易于海外拓店，远期有望服务全球消费者。** 火锅是代表中式餐饮文化且能快速复制的生意模式，海底捞品牌生命周期在华人圈已处非常成熟的阶段，海外门店扩展较为容易；从远期看，有望作为中式餐饮火锅品牌代表服务全球消费者。
- **全球品牌价值绑定忠实顾客，加速品牌海外变现。** 在海外疫情扰动下，公司会员人数由2019年末的0.8百万人迅速增长至2022H1的2.3百万人，增长达187.5%。

图表：海底捞作为唯一一个中国品牌进入全球餐饮品牌十强，与海外餐饮巨头同台竞争

排名	品牌	国家	品牌价值 (亿美元)
1	星巴克	美国	456.99
2	麦当劳	美国	397.21
3	肯德基	美国	176.23
4	达美乐比萨	美国	72.57
5	赛百味	美国	70.54
6	塔可贝尔	美国	63.31
7	必胜客	美国	58.96
8	唐恩	美国	47.87
9	温迪	美国	47.60
10	海底捞	中国	46.56

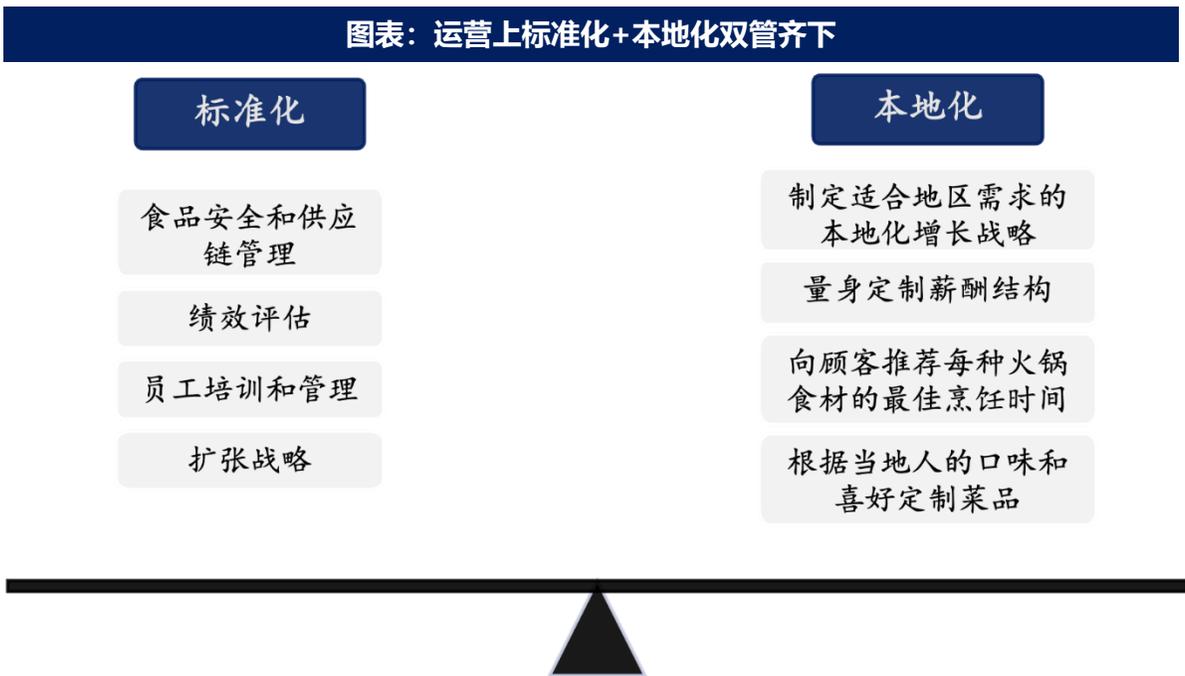
图表：会员数量稳定增长，客户忠诚度高



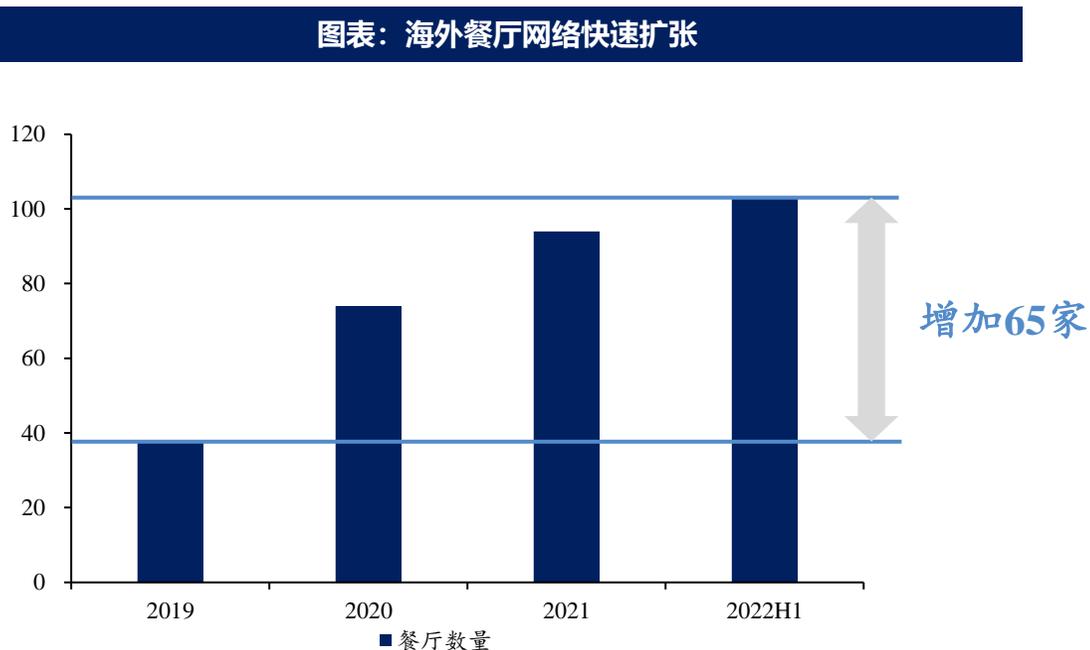
2.2 运营力：管理运营、扩展方法论相对成熟，助推餐厅网络快速扩张

- **管理运营和扩展方法论相对成熟，品牌具备强大的国际运营能力。**海底捞品牌国内经营近30年，在组织管理、门店运营、供应链等方面的方法论已非常成熟。特海国际管理团队在海外已然有10年运营和扩展经验，人才体系、管理方法论逐步成熟，截至2022年12月，成功将门店网络拓展至11国110家餐厅。标准化、本地化对于海外餐厅经营而言至关重要：
 - **标准化：标准化运营助力门店持续扩张。**公司跨国标准化餐厅运营经验丰富，通过控制、管理餐厅运营的关键环节，确保不同餐厅品质如一。
 - **本地化：优化用餐体验、扩大餐厅受众。**公司海外餐厅根据当地人口味和喜好定制产品、向顾客推荐每种火锅食材的最佳烹饪时间；并针对不同地区的餐厅，制定本地化增长战略和餐厅层面的运营指引。

图表：运营上标准化+本地化双管齐下



图表：海外餐厅网络快速扩张



三、拓店空间：保守预计超500家，远期空间或更大

3.1 拓店空间：先加密后向外扩张，保守预计超500家，远期空间或更大

■ **中期保守拓店空间：**结合公司拓店节奏+区域规划，我们保守测算公司中期门店空间可达515家，对比现有门店110家，尚有约4倍的开店空间。分具体城市保守测算的核心假设如下：

➢ **1) 加密现有门店的城市考虑单店覆盖人口：**假设新加坡单店理论覆盖人口为25万人/店，吉隆坡单店理论覆盖人口向新加坡的单店实际覆盖人口看齐（28.7万人/店），单店实际覆盖人口40-150万人/店的城市向吉隆坡的单店实际覆盖人口看齐（37.92万人/店），单店实际覆盖人口150-300万人/店的城市向马六甲州的单店实际覆盖人口看齐（94.76万人/店）；单店实际覆盖人口300-500万人/店的城市向首尔的单店实际覆盖人口看齐（157.87万人/店）；单店实际覆盖人口500+万人/店的城市向东京的单店实际覆盖人口看齐（347.18万人/店）。

➢ **2) 拓展至未设立门店的城市考虑人口+人均GDP：**保守估计人口在70万人以上城市未来有望开店，其次各国以已开门店城市的人均GDP均值为基准：①若人均GDP/人均GDP均值的相对比值位于40%（含）-80%区间的城市：预计新开1家店；②位于80%（含）-120%区间的城市：预计新开2家店；③位于120%（含）-160%区间的城市：预计新开3家店；④位于160%（含）-200%区间的城市：预计新开4家店；⑤相对比值>200%的城市：预计新开5家店。此外，预计人口500万+、人均GDP4万+美元以上的城市至少能开4家店。

■ **远期看，特海国际战略目标是服务全球消费者，火锅品类代表中式餐饮文化，公司有望成为海外成熟中式火锅连锁企业，届时开店空间将更大。**

图表：保守测算公司中期在11国门店数量有望超500家

国家	城市	人口-万人	人均GDP-美元/人	现有门店数量-家	单店实际覆盖人口-万人/店	单店理论覆盖人口-万人/店	理论门店数量-家
新加坡	新加坡市	545	72795	19	28.70	25.00	22
印度尼西亚	雅加达首都特区	1056	18486	3	352.07	157.87	7
	其他4个可开店的城市			5			14
印度尼西亚合计		27020		8			21
泰国	曼谷直辖市	559	19510	2	279.41	157.87	4
	春武里府	157	15714	1	156.69	94.76	2
	普吉府	41	7534	1	41.45	37.92	1
	其他8个可开店的城市			5			23
泰国合计		6619		9			29
越南	胡志明市	917	6326	6	152.78	94.76	10
	河内	833	5641	3	277.69	94.76	9
	庆和省	125	9318	1	124.81	37.92	3
	其他21个可开店的城市			6			35
越南合计		9851		16			57
马来西亚	雪兰莪州	661	13452	2	330.70	157.87	4
	柔佛州	387	9137	2	193.73	94.76	4
	吉隆坡直辖区*	190	31700	5	37.92	28.70	7
	槟榔屿州	179	13495	3	59.57	37.92	5
	马六甲州	95	12005	1	94.76	37.92	2
	其他5个可开店的城市			2			9
马来西亚合计		3323		15			31
美国	加州	3910	85847	6	651.67	350.18	11
	伊利诺伊州	1270	73882	1	1270.00	350.18	4
	纽约	1990	93161	1	1990.00	350.18	6
	得克萨斯州	2960	67071	2	1480.00	350.18	8
	华盛顿	770	86701	2	385.00	157.87	5
	其他44个可开店的城市			1			117
美国合计		33190		13			151
加拿大	安大略省	1490	64202	3	496.72	157.87	9
	不列颠哥伦比亚省	524	66924	2	261.94	94.76	6
	其他6个可开店的城市			0			17
加拿大合计		3852		5			32
日本	东京都	1389	69819	4	347.18	157.87	9
	大阪府	884	41196	2	441.90	157.87	6
	神奈川县	920	35177	2	459.85	157.87	6
	千叶县	627	30431	1	627.30	347.18	2
	福冈县	513	34968	1	513.10	347.18	1
	其他40个可开店的城市			0			68
日本合计		12675		10			92
韩国	首尔	947	45731	6	157.87	93.18	10
	釜山	332	27073	1	332.43	157.87	2
	其他13个可开店的城市			0			22
韩国合计		5174		7			34
澳大利亚	新南威尔士州	807	80421	2	403.61	157.87	5
	维多利亚州	650	72931	2	325.17	157.87	4
	昆士兰	516	71408	1	515.61	347.18	4
	其他2个可开店的城市			0			6
澳大利亚合计		2542		5			19
英国	伦敦	900	73886	2	450.12	157.87	6
	西米德兰兹	294	34181	1	293.99	93.18	3
	其他15个可开店的城市			0			18
英国合计		3570		3			27
总计				110			515

3.2 东南亚：模型相对成熟，未来拓店空间仍较大

- **东南亚模型已相对成熟，疫情前各国翻台率4+。**东南亚五国餐厅2019年疫情前翻台率均在4以上，其中马来西亚翻台率最高至5.5。
- **东南亚仅67家门店、1300万人次客流，相较近5亿人口，未来拓店空间仍较大。**东南亚市场对中式餐饮接受度较高，目前公司在东南亚市场已初具规模，客流亦在迅速回升；但其在五国共拥有67家门店、吸引1300万人次客流（截至2022年10月），相较于五国近5亿的人口，未来拓店空间仍较大。

图表：东南亚各国餐厅2019年疫情前翻台率均在4以上

	2019	2020	2021	2022H1	2022.10
餐厅数量 (家)					
东南亚	20	39	55	61	67
翻台率 (次/天)					
东南亚	4.5	2.9	2.2	3.2	3.3
新加坡	4.3	2.9	2.8	3.2	
马来西亚	5.5	3.3	1.8	3.3	
越南	4.6	3.7	2.0	3.6	
印尼	4.2	1.1	1.7	2.5	
泰国	4.0	3.8	2.1	2.9	
餐厅总客流 (百万人次)					
东南亚	5.0	5.4	6.7	7.0	13.0
新加坡	3.6	2.3	2.5	2.0	
马来西亚	0.9	1.2	1.0	1.3	
越南	0.4	1.3	1.6	2.3	
印尼	0.0	0.2	0.9	0.7	
泰国	0.1	0.4	0.7	0.7	

图表：保守估计东南亚五国未来门店数有望破百

国家	城市	人口-万人	人均GDP-美元/人	现有门店数量-家	理论门店数量-家
新加坡 (1个城市)	新加坡市	545	72795	19	22
印度尼西亚 (34个城市)	雅加达首都特区	1056	18486	3	7
	其他4个可开店的城市			5	14
印度尼西亚合计		27020		8	21
泰国 (77个城市)	曼谷直辖市	559	19510	2	4
	春武里府	157	15714	1	2
	普吉府	41	7534	1	1
	其他8个可开店的城市			5	23
泰国合计		6619		9	29
越南 (63个城市)	胡志明市	917	6326	6	10
	河内	833	5641	3	9
	庆和省	125	9318	1	3
	其他21个可开店的城市			6	35
越南合计		9851		16	57
马来西亚 (15个城市)	雪兰莪州	661	13452	2	4
	柔佛州	387	9137	2	4
	吉隆坡直辖区*	190	31700	5	7
	槟榔屿州	179	13495	3	5
	马六甲州	95	12005	1	2
	其他5个可开店的城市			2	9
马来西亚合计		3323		15	31
东南亚合计		47358		67	160

3.3 东亚：日韩体量小、城市多，未来开店数有望达100+家

- 日韩两国仅17家门店，相较于其64个城市，未来开店数量有望破百。截至2022年10月，公司在东亚市场的业务体量小、模型尚未成熟，仅于日韩两国核心城市布局17家门店；但考虑到日韩共拥有64个城市，且大多数城市的消费能力足以支撑至少1家海底捞门店，未来两国合计开店数有望破百。

图表：东亚日韩两国目前仅有17家门店、疫前翻台率3+

	2019	2020	2021	2022H1	2022.10
餐厅数量 (家)					
东亚	10	17	17	17	17
翻台率 (次/天)					
东亚	3.4	1.9	1.9	2.6	3.0
日本	3.3	2.0	1.7	1.9	
韩国	3.5	1.8	2.3	3.3	
餐厅总客流 (百万人次)					
东亚	1.8	1.0	1.3	0.9	1.7
日本	0.9	0.6	0.6	0.4	
韩国	0.9	0.4	0.7	0.5	

图表：保守估计日韩两国未来合计门店数有望破百

国家	城市	人口-万人	人均GDP-美元/人	现有门店数量-家	理论门店数量-家
日本 (47个城市)	东京都	1389	69819	4	9
	大阪府	884	41196	2	6
	神奈川县	920	35177	2	6
	千叶县	627	30431	1	2
	福冈县	513	34968	1	1
	其他40个可开店的 城市				0
日本合计		12675		10	92
韩国 (17个城市)	首尔	947	45731	6	10
	釜山	332	27073	1	2
	其他13个可开店的 城市				0
韩国合计		5174		7	34
日韩合计		17849		17	126

3.4 北美+澳洲：经济体量大、华人多，存量门店少、未来拓店空间较大

- **美国、加拿大、澳大利亚经济体量大、华人多，目前存量门店少、未来拓店空间大。**美国、加拿大、澳大利亚均为发达国家、经济体量大，三国华人合计约850万人，疫前翻台率均达4以上、经营相对火爆。截至2022年10月，公司仅在三国布局23家门店，其中美国拥有13家门店，未来公司或将重点加密美国市场，单美国市场门店数有望破百；未来三国整体拓店空间较大。

图表：三国2019年疫情前翻台率均为4+

	2019	2020	2021	2022H1	2022.10
餐厅数量 (家)					
美+加+澳					23
翻台率 (次/天)					
美国	4.2	1.2	2.2	2.8	
加拿大	4.3	2.3	1.7	2.6	
澳大利亚	4.8	1.9	2.0	3.2	
餐厅总客流 (百万人次)					
美国	46.4	75.6	59.7	56.9	
加拿大	36.1	34.0	37.5	37.6	
澳大利亚	0.2	0.2	0.3	0.3	

图表：美、加、澳经济体量大，未来拓店空间较大

国家	城市	人口-万人	人均GDP-美元/人	现有门店数量-家	理论门店数量-家
美国 (51个城市)	加州	3910	85847	6	11
	伊利诺伊州	1270	73882	1	4
	纽约	1990	93161	1	6
	得克萨斯州	2960	67071	2	8
	华盛顿	770	86701	2	5
	其他44个可开店的城市			1	117
美国合计		33190		13	151
加拿大 (13个城市)	安大略省	1490	64202	3	9
	不列颠哥伦比亚省	524	66924	2	6
	其他6个可开店的城市			0	17
加拿大合计		3852		5	32
澳大利亚 (8个城市)	新南威尔士州	807	51894	2	5
	维多利亚州	650	47157	2	4
	昆士兰	516	47179	1	4
其他2个可开店的城市			0	6	
澳大利亚合计		2542		5	19
美+加+澳合计		39584		23	202

3.5 欧洲：现仅在英国布局3家店，消费需求远未被满足，未来拓店空间大

- 仅英国开设3家门店，欧洲国家与城市众多、未来门店潜在拓展空间大。截至2022年10月，针对欧洲市场，公司仅在英国布局3家门店，且主要位于华人区、排队情况较为普遍。欧洲共拥有50个国家，下属城市众多，消费需求远未被满足，保守估计英国未来拓店空间8倍空间，再延伸拓展至整个庞大的欧洲市场，未来公司门店潜在拓展空间大。

图表：目前欧洲仅在英国布局3家门店

	2019	2020	2021	2022H1	2022.10
餐厅数量 (家)					
英国					3
翻台率 (美元)					
英国	3.8	1.6	1.8	2.5	
客单价 (美元)					
英国	32.6	44.5	44.0	39.3	

图表：保守估计英国未来拓店空间8倍空间

国家	城市	人口-万人	人均GDP-美元/人	现有门店数量-家	理论门店数量-家
	伦敦	900	73886	2	6
英国 (27个城市)	西米德兰兹	294	34181	1	3
	其他15个可开店的 城市			0	18
英国合计		3570		3	27

四、核心驱动：单店盈利能力提升+门店扩展加速+门店翻台率提升

4.1 单店：海外早期弱于国内，未来单店盈利能力持续提升

- **早期海外单店盈利能力弱于国内。** 2015-2017年海底捞内地/境外餐厅的平均经营利润率分别达22.7%/19.8%，海外早期单店盈利略低于国内，核心原因为海外人工成本+租金成本高于国内，叠加疫情爆发拖慢海外新店爬坡，海外盈利能力暂时受损（2019-2021年海外门店经营利润率持续为负）。

图表：海外门店早期盈利能力弱于国内，2015-2017年境外餐厅平均经营利润率达19.8%

		2015	2016	2017
海底捞餐厅数量（家）	内地	139	167	254
	境外	7（海外6家）	9（海外8家）	19（海外13家）
海底捞平均单餐厅营收（万元）	内地	3962	4326	3822
	境外	3958	4879	3702
海底捞餐厅翻台率（次/天）	内地	4.0	4.5	5.0
	境外	4.4	4.8	4.4
海底捞餐厅经营利润率	内地	20.4%	25.5%	22.3%
	境外	18.7%	22.7%	17.9%

注：境外包括中国台湾、中国香港、新加坡、韩国、日本、美国。

4.1 单店：海外早期弱于国内，未来单店盈利能力持续提升

- **海外门店爬坡期更长，成熟单店的经营利润率或近20%。**海底捞国内单店前期投资约800-1000万元，海外亚洲/其他国家单店前期投资约140-300/250-650万美元；当国内、海外单店前期投资分别为900万元/2068万元（300万美元）时，经测算，国内成熟单店经营利润率可达24%，3个月达首次盈亏平衡，9个月或可回本；海外成熟单店经营利润率达20%，6个月达首次盈亏平衡，17个月或可回本。
- **降低人力成本、原材料采购成本+提升门店翻台率，未来海外单店盈利能力有望持续提升。**海外人工、租金较国内更贵，且供应链建设尚未成熟，人力成本、原材料采购成本均有较大下降空间；同时基于较刚性的成本费用，伴随门店翻台率提升，单店盈利能力可持续提升；经我们敏感性测算，预计海外单店年营收在3600万元以上时，门店经营利润率或可达15%以上。

图表：国内和海外单店模型测算

	国内	海外
前期总投资额（万元）	900	2068
单店年营收（万元）	4076	4411
-单店年客流量(万人/年)	40.4	25
-客单价(元/人/年)	100.9	176.4
--平均翻台率（次/日/店）	5	4.5
--平均单桌客户数（人/桌）	3	3
--单店桌子数（桌/店）	74	51
固定成本（万元）	1050	982
变动成本（万元）	2038	2536
变动成本比例	50%	58%
单店年经营利润（万元）	988	893
单店经营利润率	24.2%	20.2%
折旧及摊销（万元）	183	606
折旧及摊销率	4.5%	13.8%
首次盈亏平衡期（月）	3	6
投资回收期（月）	9	17

注：美元兑人民币汇率为2023年2月21日的中间汇率。

图表：海外单店营收对经营利润率的敏感性测算

单店年营收（万元）	单店年固定成本（万元）	单店年变动成本（万元）	单店年经营利润（万元）	单店经营利润率
2500	982	1438	81	3.2%
2600	982	1495	123	4.7%
2700	982	1553	166	6.1%
2800	982	1610	208	7.4%
2900	982	1668	251	8.6%
3000	982	1725	293	9.8%
3100	982	1783	336	10.8%
3200	982	1840	378	11.8%
3300	982	1898	421	12.7%
3400	982	1955	463	13.6%
3500	982	2013	506	14.4%
3600	982	2070	548	15.2%
3700	982	2128	591	16.0%
3800	982	2185	633	16.7%
3900	982	2243	676	17.3%
4000	982	2300	718	18.0%
4100	982	2358	761	18.5%
4200	982	2415	803	19.1%
4300	982	2473	846	19.7%
4400	982	2530	888	20.2%
4500	982	2588	931	20.7%
4600	982	2645	973	21.2%
4700	982	2703	1016	21.6%
4800	982	2760	1058	22.0%
4900	982	2818	1101	22.5%
5000	982	2875	1143	22.9%

4.1 单店：对标海外，稳态下公司净利率可达10%

- 对标海外不同业态餐饮龙头，稳态下公司净利率可达10%。对标以星巴克（咖啡茶饮）、达美乐比萨（西餐）、墨式烧烤（墨西哥风味快餐）、达登饭店（美式休闲正餐）为代表的海外餐饮龙头，2015-2021年公司层面净利率为6.5%-13%，区间中值为10%。

图表：海外餐饮龙头稳态下公司层面净利率中值为10%

	海外餐饮龙头	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	平均
公司层面 净利率	星巴克	14.4%	13.2%	12.9%	18.3%	13.6%	3.9%	14.5%	13.0%
	达美乐比萨	8.7%	8.7%	10.0%	10.5%	11.1%	11.9%	11.7%	10.4%
	墨式烧烤	10.6%	0.6%	3.9%	3.6%	6.3%	5.9%	8.7%	5.7%
	达登饭店	5.4%	6.7%	7.4%	8.4%	-0.7%	8.7%	9.9%	6.5%

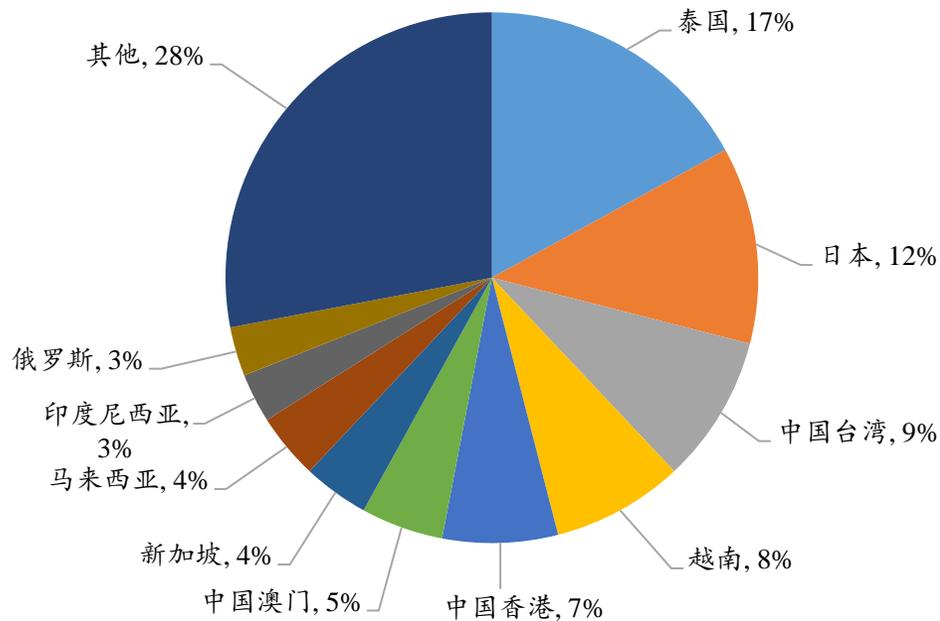
4.2 各项条件逐步成熟，上市后拓店有望加速

- **门店模型、供应链、人才积累等各项条件逐步成熟。**
 - **门店模型：**目前新加坡市场的门店模型已基本成熟，其他国家门店模型有望逐渐向新加坡看齐。
 - **供应链：**目前仅新加坡设立中央厨房，其他国家食材采购依赖本地供应商，未来多地供应链建设程度亟待提升。
 - **人才积累：**人才积累逐渐成熟，自下而上扩张内生动力足。截至2022H1，公司全部103名门店经理通过师徒制培训和晋升，同时公司人才库中候选门店经理超40人。
- **上市助力公司品牌力+多项核心能力提升，未来拓店有望加速。**伴随公司上市，有望进一步增强海底捞在海外的品牌力，且上市推动公司融资、管理、运营等多项核心能力提升，未来门店拓展有望加速。

4.3 出境游复苏，利好海外门店翻台率提升

- **出境游复苏，利好海底捞海外门店翻台率提升。** 东南亚、东亚、欧洲、北美等地为国人出境游热门目的地，根据文旅部，2019 年度旅行社出境旅游组织人次排名前十位的目的地中，公司所布局的国家占6个：泰国、日本、越南、新加坡、马来西亚、印尼。疫情前，海底捞海外门店有一定体量的消费来自国内游客；伴随我国出入境限制解除，出境游复苏将直接利好公司海外门店翻台率提升。

图表：2019年，泰国、日本、越南、新加坡、马来西亚、印尼入围疫情前我国出境游前十大热门目的地



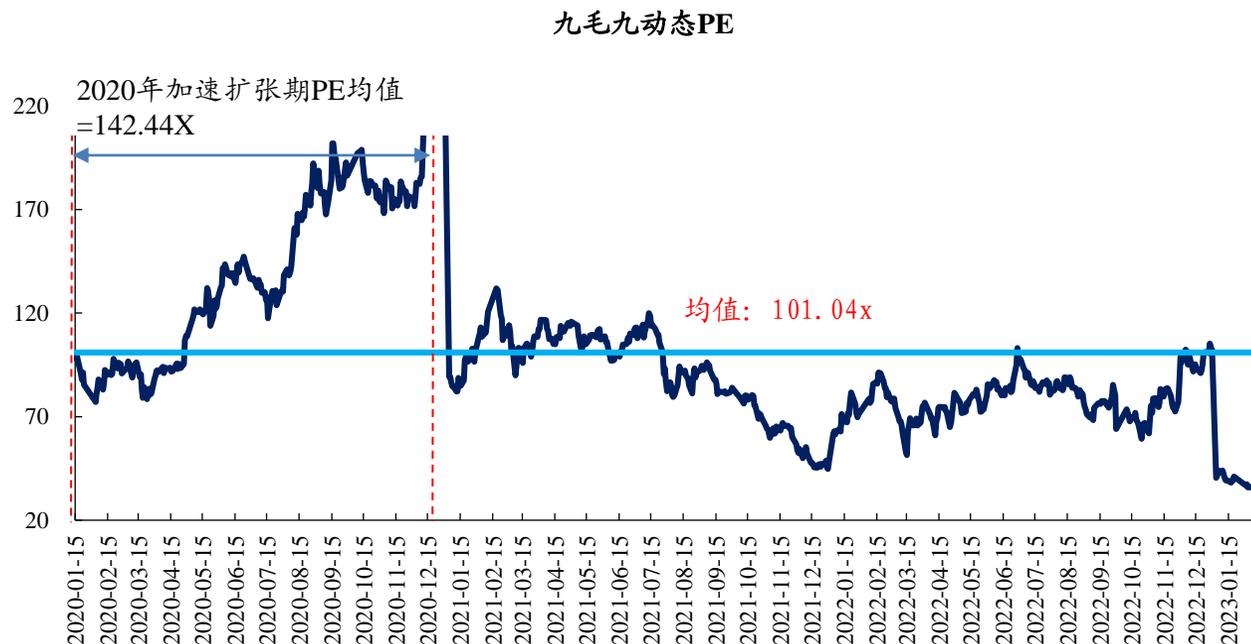
4.4 品牌海外生命周期处早期阶段，有望获得更高估值溢价

- **品牌海外生命周期处早期阶段，有望获得更高估值溢价。** 海底捞品牌海外生命周期尚处早期阶段，参考海底捞、九毛九，其均在加速扩张期间获得明显估值溢价：海底捞于2018-2019年加速扩张，期间PE均值达77X；九毛九下的太二品牌于2020年加速扩张，期间九毛九PE均值达142X。

图表：海底捞加速拓店期间PE均值达77X



图表：九毛九加速拓店期间PE均值达142X



4.5 远期体量：保守估计500家门店下，对应稳态净利润16-19亿港元

- **远期保守估计开设500家门店下，对应稳态营收200亿港元、净利润16-19亿港元。**公司2019年单店营收4000+万元（612.4万美元），因此我们基于单店年营收3500万元、开设500家门店的前提，对公司远期体量进行保守测算：
 - 1) 预计公司层面净利率为8%，对应总营收200亿港元（175亿元）、净利润可达16亿港元（14亿元）；
 - 2) 预计公司门店层面经营利润率为14%，对应总营收200亿港元（175亿元）、净利润可达19亿港元（17亿元）。

图表：两种方式保守估计公司远期稳态业绩

假设净利率8%测算稳态业绩		假设经营利润率14%测算稳态利润	
单店年营收（万元）	3500	单店年营收（万元）	3500
翻台率（次/天）	3.6	翻台率（次/天）	3.6
远期开店数（家）	500	远期开店数（家）	500
总营收（万元）	1750000	总营收（万元）	1750000
总营收（万港元）	1990242	总营收（万港元）	1990242
净利率	8%	门店经营利润率	14.0%
净利润（万元）	140000	总部员工数（人）	600
净利润（万港元）	159219	总部人力成本（万元）	60000
		财务费用率	3%
		其他支出	4%
		净利润（万元）	167850
		净利润（万港元）	190893

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测与投资建议

- ▣ **盈利预测核心假设:** 1) **门店数:** 预计2023年海外各国仍处疫情下的复苏期, 净增门店数略多于2022年, 2024年各国经济与消费表现有望更佳, 拓店节奏或将更快。2) **翻台率:** 伴随各国消费复苏, 2023年各地区翻台率有望向上修复; 考虑到2024年加密门店后或将导致客流分流, 预计2024年翻台率同比小幅降低。
- **东南亚餐厅:**
 - ✓ 预计2022-2024年东南亚餐厅净增13/10/22家, 整体翻台率为3.4/3.9/3.7次, 餐厅营收同比增速达102.2%/27.9%/13%。
- **东亚餐厅:**
 - ✓ 预计2022-2024年东亚餐厅净增3/4/8家, 整体翻台率为2.7/3.2/3.1次, 餐厅营收同比增速达46.6%/35.6%/18.6%。
- **北美洲餐厅:**
 - ✓ 预计2022-2024年北美洲餐厅净增3/4/6家, 整体翻台率为3.0/3.4/3.3次, 餐厅营收同比增速达47.5%/33.7%/16.4%。
- **其他餐厅:**
 - ✓ 预计2022-2024年其他餐厅净增3/4/6家, 整体翻台率为3.2/3.5/3.3次, 餐厅营收同比增速达83.7%/54.9%/40%。
- **员工成本率:**
 - ✓ 预计将持续优化员工结构、提升餐厅运营效率, 2022-2024年员工成本率有望持续下行, 分别为34.6%/31%/30%。
- **由于海底捞品牌海外生命周期仍处于早期阶段, 公司上市后有望加速扩张, 降本增效下业绩弹性可期, 预计特海国际2022-2024年营收为44.05/58.24/68.17亿港元 (5.61/7.42/8.68亿美元), 同比增速79.7%/32.2%/17.0%, 实现净利润-3.19/3.16/5.33亿港元 (-0.41/0.40/0.68亿美元), 净利率为-7.2%/5.4%/7.8%, 2023-2024年对应PE为34/20倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。**

图表: 特海国际盈利预测

单位: 百万美元	2022E	2023E	2024E
营业收入	561.23	742.01	868.49
yoy	79.7%	32.2%	17.0%
净利润	-40.61	40.27	67.96
净利率	-7.2%	5.4%	7.8%
东南亚餐厅收入	343.19	438.98	495.96
yoy	102.2%	27.9%	13.0%
净增餐厅数量 (家)	13	10	22
翻台率 (次)	3.4	3.9	3.7
东亚餐厅收入	59.56	80.75	95.76
yoy	46.6%	35.6%	18.6%
净增餐厅数量 (家)	3	4	8
翻台率 (次)	2.7	3.2	3.1
北美洲餐厅收入	104.19	139.34	162.15
yoy	47.5%	33.7%	16.4%
净增餐厅数量 (家)	3	4	6
翻台率 (次)	3.0	3.4	3.3
其他餐厅收入	49.28	76.31	106.88
yoy	83.7%	54.9%	40.0%
净增餐厅数量 (家)	3	4	6
翻台率 (次)	3.2	3.5	3.3
毛利率	65.3%	65.5%	65.7%
员工成本率	34.6%	31.0%	30.0%
净利率	-7.2%	5.4%	7.8%

六、风险提示

- **疫情反复风险：**海外新冠肺炎疫情尚未彻底结束，局部疫情爆发导致部分国家防疫政策收紧，将影响公司门店正常经营。
- **海外终端需求恢复不及预期风险：**海外各国终端需求恢复不及预期将导致公司门店客流减少。
- **国际餐饮业竞争激烈风险：**国际市场不同口味、不同业态餐饮竞争激烈，公司如未能有效应对或将丧失部分市场份额。
- **拓店节奏不及预期：**若拓店速度不及预期或影响公司餐饮收入增长。
- **海外中式餐饮渗透不及预期：**如海外消费者对中式餐饮的接受度降低，或将导致公司客流减少。
- **国内与国际市场并不具有完全可比性，**报告中相关数据仅供参考。

特海国际盈利预测表

证券代码： 09658

股价： 17.54 (港元)

投资评级： 增持(首次覆盖)

日期： 20230301

资产负债表(百万美元)					利润表(百万美元)					每股指标与估值				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	90	204	97	39	营业收入	312	561	742	868	每股指标				
应收款项	6	12	12	15	营业成本	114	195	256	298	EPS	—	-0.07	0.07	0.11
存货净额	17	22	24	25	营业税金及附加					BVPS	—	0.81	0.87	0.98
其他流动资产	94	132	156	167	销售费用	0	0	0	0	估值				
流动资产合计	207	370	289	247	管理费用	0	0	0	0	P/E	—	-34.1	34.4	20.4
固定资产	182	173	164	156	财务费用	19	17	20	21	P/B	—	2.8	2.6	2.3
在建工程					其他费用/(-收入)					P/S	—	2.5	1.9	1.6
无形资产及其他	202	382	557	727	营业利润					财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期股权投资	0	0	0	0	营业外净收支					盈利能力				
资产总计	627	973	1070	1202	利润总额	-150	-38	49	83	ROE	81%	-8%	7%	11%
短期借款	4	7	11	14	所得税费用	1	2	8	15	毛利率	64%	65%	66%	66%
应付款项	27	51	42	58	净利润	-151	-41	40	68	期间费率	-23%	-9%	-2%	-1%
预收帐款					少数股东损益	0	0	0	0	销售净利率	-48%	-7%	5%	8%
其他流动负债	566	196	259	303	归属于母公司净利润	-151	-41	40	68	成长能力				
流动负债合计	597	255	312	375	现金流量表(百万美元)	2021A	2022E	2023E	2024E	收入增长率	41%	80%	32%	17%
长期借款及应付债券	1	1	1	1	经营活动现金流	4	364	149	193	利润增长率	-180%	73%	199%	69%
其他长期负债	217	217	217	217	净利润	-151	-41	40	68	营运能力				
长期负债合计	217	217	217	217	少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.50	0.58	0.69	0.72
负债合计	814	472	529	592	折旧摊销	70	9	9	8	应收账款周转率	60.93	62.00	63.00	64.00
股本	51	51	51	51	公允价值变动	93	790	72	73	存货周转率	7.90	10.00	11.00	12.00
股东权益	-187	501	541	609	营运资金变动	-7	-395	28	44	偿债能力				
负债和股东权益总计	627	973	1070	1202	投资活动现金流	-87	-237	-239	-234	资产负债率	130%	49%	49%	49%
					资本支出	-67	-180	-175	-170	流动比	0.35	1.45	0.93	0.66
					长期投资	-19	-12	-12	-12	速动比	0.31	1.34	0.83	0.57
					其他	-1	-45	-52	-52					
					筹资活动现金流	109	-13	-17	-17					
					债务融资	-4	4	4	4					
					权益融资	17	0	0	0					
					其它	95	-17	-20	-21					
					现金净增加额	38	114	-107	-58					

注：美元兑港币汇率采取2月28日即期汇率7.8494

商社小组介绍

芦冠宇：商社首席分析师。杜伦大学/四川大学。曾就职于国泰君安证券、中信建投证券、方正证券。2017年新财富中国最佳分析师评选社会服务行业第二名核心成员；2017和2018年金牛奖餐饮旅游行业最佳分析师第一名核心成员；2017和2018年水晶球社会服务行业第二名核心成员；2018年中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师餐饮旅游行业第二名核心成员。

邱武斌：北京大学硕士，四年多买方、卖方研究经验，主要覆盖电子烟、培育钻石、景区、餐饮等行业。

李宇宸：香港中文大学，主要覆盖餐饮、茶饮及化妆品行业。

周钰筠：对外经济贸易大学金融本硕，主攻免税、酒店、黄金珠宝、电商代运营板块。

李昭璇：本科对外经贸大学投资学，硕士约翰霍普金斯大学金融学，主攻医美板块。

熊思雨：中山大学硕士，主要覆盖化妆品、人力资源板块。

分析师承诺

芦冠宇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 商社研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597