

中餐出海最强音，期待星辰大海

特海国际(9658.HK)

► 海底捞海外市场主体，中餐出海标杆

公司是海底捞火锅海外市场经营主体，2022 年从海底捞分拆并于港交所独立上市；2024 年 4 月 26 日，公司发布公告，董事会决定将在美国纳斯达克股票市场上公开发售新的美国存托股份，推动公司在港股和美股双重上市。公司于 2012 年在新加坡开设海外首家海底捞火锅门店，截至 2023 年底，已将门店网络扩大至 12 个国家的 115 家门店。据弗若斯特沙利文数据，按 2022 年收入计算，公司是国际市场第三大中餐餐厅品牌和最大的中国中餐厅品牌。

► 经营能力显著提升，盈利拐点出现

门店扩张驱动收入持续增长，2019-2023 年，公司门店数量从 38 家增长至 115 家，营收规模从 2.33 亿美元增长至 6.86 亿美元，CAGR+31%。翻台率提升以及成本费用率优化驱动 2023 年首次扭亏为盈，实现净利润 2526 万美元，净利润率 3.7%。2024Q1，公司翻台率延续强劲复苏态势，进一步提升至 3.9 次，实现营收 1.88 亿美元/+16.6%，净亏损 455 万美元，主要系汇兑亏损净额 1300 万美元。

► 深耕国际中餐新蓝海，增长潜力有望加速释放

据我们推算，目前海底捞品牌在国际火锅市场的市占率（1.8%）远低于国内（8%），未来仍具有较大提升潜力；我们假设未来海底捞在国际火锅市场的市占率提升至 4%，则对应开店空间至少还有 1 倍以上。受益于海外消费水平较强，海底捞海外门店的单店平均收入表现优于国内门店，但由于人工、租金成本较高，海外门店盈利能力弱于国内门店，2023 年公司整体门店日均收入 1.63 万美元，门店层面利润率 9.0%；我们认为，未来随着规模效应的持续显现、翻台率和经营效率的进一步提升，公司利润率水平有望持续改善。

投资建议

我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 7.99/9.18/10.50 亿美元，同比增速分别为 16.4%/14.9%/14.5%；归母净利润分别为 0.48/0.75/0.96 亿美元，同比增速分别为 88.9%/54.4%/28.9%；EPS 分别为 0.08/0.12/0.16 美元，最新股价（5 月 16 日收盘价 16.94 港元及汇率 1USD=7.81HKD）对应 PE 分别为 28/18/14 倍。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

风险提示

海外宏观经济波动，行业竞争加剧，食品安全风险，门店拓展不及预期。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格(港元)：	
最新收盘价(港元)：	16.94
股票代码：	9658
52 周最高价/最低价(港元)：	18.26/7.95
总市值(亿港元)	104.92
自由流通市值(亿港元)	104.92
自由流通股数(百万)	619.33



分析师：许光辉
邮箱：xugh@hx168.com.cn
SAC NO：S1120523020002
联系电话：

分析师：王璐
邮箱：wanglu2@hx168.com.cn
SAC NO：S1120523040001
联系电话：

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万美元)	558.23	686.36	798.59	917.65	1050.46
YoY (%)	78.70%	22.95%	16.35%	14.91%	14.47%
归母净利润(百万美元)	-41.25	25.65	48.46	74.81	96.41
YoY (%)	72.64%	162.19%	88.91%	54.37%	28.88%
毛利率 (%)	64.77%	65.80%	66.50%	66.80%	67.00%
每股收益 (美元)	-0.07	0.05	0.08	0.12	0.16
ROE (%)	-0.17	0.09	0.15	0.19	0.20
市盈率	-18.18	26.63	27.71	17.95	13.93

正文目录

1. 中餐出海标杆，盈利拐点出现.....	4
1.1. 海底捞海外市场主体，管理团队经验丰富.....	4
1.2. 餐厅网络稳步扩张，经营能力显著提升.....	6
1.3. 盈利拐点出现，规模效应持续显现.....	7
2. 深耕国际中餐新蓝海，增长潜力有望加速释放.....	9
2.1. 国际市场渗透率仍较低，拓展空间广阔.....	9
2.2. 翻台率和经营效率提升，利润率有望进一步改善.....	10
3. 盈利预测及投资建议.....	13
4. 风险提示.....	15

图表目录

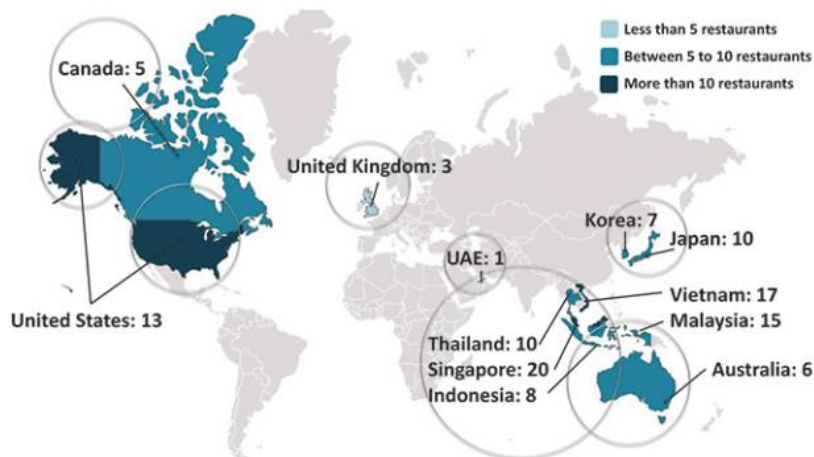
图 1 公司全球门店分布（截至 2023 年底）.....	4
图 2 公司股权结构（截至 2023 年底）.....	5
图 3 公司开关店情况.....	6
图 4 按区域划分的公司收入结构（2023 年）.....	6
图 5 公司整体平均翻台率（单位：次）.....	7
图 6 公司整体平均客单价（单位：美元）.....	7
图 7 公司门店层面经营利润率.....	7
图 8 公司营收及增速.....	8
图 9 公司净利润及净利率.....	8
图 10 公司主要成本费用占收入比重.....	8
图 11 2023 年中国餐饮出海 TOP30.....	9
图 12 国际火锅店市场规模（单位：亿美元）.....	10
图 13 本土化的产品举例.....	12
表 1 公司管理团队经验丰富.....	5
表 2 国内和海外海底捞 UE 模型拆分（基于 2023 年财报口径）.....	11
表 3 公司核心盈利预测.....	14
表 4 可比公司估值.....	15

1. 中餐出海标杆，盈利拐点出现

1.1. 海底捞海外市场主体，管理团队经验丰富

特海国际是海底捞火锅海外市场经营主体，2022 年从海底捞分拆并于港交所独立上市；2024 年 4 月 26 日，公司发布公告，董事会决定将在美国纳斯达克股票市场上公开发售新的美国存托股份，推动公司在港股和美股双重上市。自 2012 年在新加坡开设海外首家海底捞火锅门店，凭借海底捞在国内及海外市场强大的品牌影响力，公司在海外市场稳步拓展；截至 2023 年底，公司已将门店网络扩大至 12 个国家的 115 家门店，其中 70 家位于东南亚，17 家位于东亚，18 家位于北美，10 家位于其他地区。据公司招股说明书援引的弗若斯特沙利文数据，按 2022 年收入计算，公司是国际市场第三大中餐餐厅品牌和最大的中国中餐厅品牌。

图 1 公司全球门店分布（截至 2023 年底）



股权结构稳定，管理团队经验丰富。截至 2023 年底，公司实际控制人为张勇、舒萍夫妇，合计持股比例达 54.29%，舒萍女士为公司董事会主席兼非执行董事。公司管理团队经验丰富，在餐饮服务领域拥有多年工作经验。首席执行官李瑜先生和首席运营官王金平先生均在海底捞国际集团任职超过 16 年，且王金平先生自 2012 年起开始参与海外餐饮业务的拓展和运营，产品总监江文海先生先后任集团值班经理、大堂经理及门店经理，具有丰富的海外一线餐饮管理工作经验。

图 2 公司股权结构（截至 2023 年底）

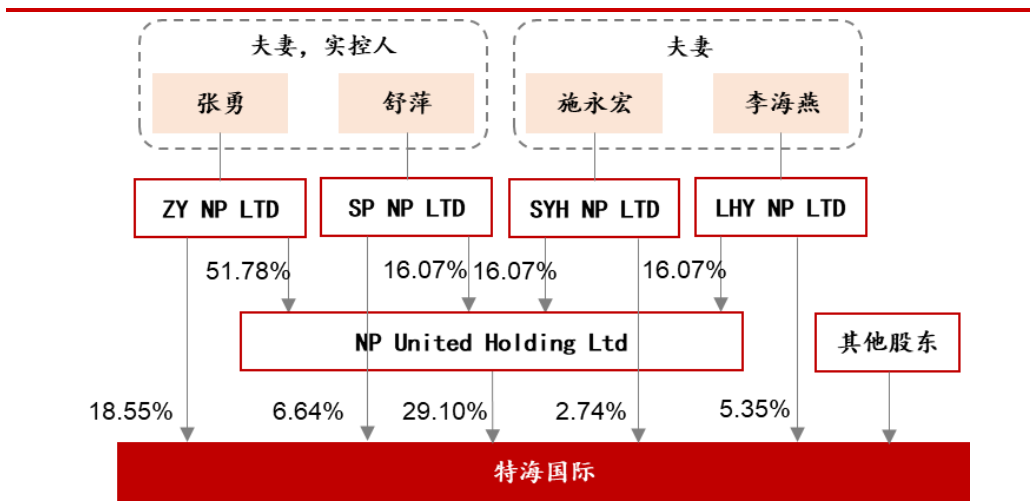


表 1 公司管理团队经验丰富

姓名	职位	主要职责及个人履历
舒萍	董事会主席兼非执行董事	主要负责主导集团国际化及全球化发展的战略及规划。自 2014 年 11 月起担任四川海底捞的董事，自 2015 年 7 月起曾担任海底捞国际的董事，其后于 2018 年 5 月至 2021 年 8 月调任非执行董事。
李瑜	执行董事兼首席执行官	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。于 2007 年 11 月加入海底捞国际，任职超过 16 年。自 2022 年 10 月以来，一直协助公司前任执行董事兼首席执行官周兆呈先生监督集团业务的管理及运营。
王金平	执行董事兼首席运营官	主要负责监督集团的运营，参与集团的管理及战略发展。在餐饮服务领域拥有逾 16 年的经验，于 2008 年 1 月加入海底捞国际集团，自 2022 年 3 月其曾任海底捞国际（中国港澳台及海外地区）首席运营官，其后自 2022 年 12 月起担任集团首席运营官。
刘丽	执行董事	主要负责参与集团的管理及战略发展。在餐饮服务领域拥有逾 11 年的经验，于 2012 年 10 月加入集团附属公司 Singapore Dining，2022 年 3 月底至 2023 年 8 月调任集团产品总监，自 2023 年 8 月起担任集团的区域经理。
瞿聪	财务总监	负责监督集团财务及投资管理以及企业管治事宜。于 2018 年 3 月加入海底捞国际，2008 年 7 月至 2018 年 2 月在中国国际金融股份有限公司投资银行部工作近十年。
江文海	产品总监	负责统筹集团产品开发。于 2013 年加入集团，后于 2016 年至 2018 年期间先后升任值班经理、大堂经理及门店经理，具有丰富的海外一线餐饮管理工作经验。
周绍华	副总裁兼大区经理	负责统筹品牌管理，参与集团的管理及战略发展。具有超过 13 年餐饮服务领域经验，于 2010 年 10 月加入海底捞国际。

1.2. 餐厅网络稳步扩张，经营能力显著提升

开店方面，门店总数从 2019 年的 38 家增长至 2023 年的 115 家，开店保持较快增长态势；其中，2023 年新开 5 家门店，主要系公司在 2023 年初重新评估已签约项目的质量和前景，主动停止了不合格项目的推进。

翻台方面，2019 年门店平均翻台率达 4.1 次，疫情之后翻台率出现显著下滑；随着疫情影响逐渐消退，2022-2023 年公司翻台率出现显著回升，分别为 3.3 次和 3.5 次。据公司公告，2023H1 门店平均翻台率为 3.3 次，我们简单推测 2023H2 翻台率已提升至 3.8 次左右，翻台恢复呈现加速态势；2024Q1，门店平均翻台率进一步提升至 3.9 次。

客单价方面，2019-2021 年客单价呈现小幅增长态势，2022-2023 年客单价有所回落，主要系东南亚门店数占比提升（消费力相对更弱），以及疫情放开后桌均人数有所上升（人数限制逐步取消）；2024Q1，整体客单价为 24.9 美元/-4.2%。

餐厅层面利润率，2022 年餐厅层面经营利润率首次转正，并在 2023 年进一步提升至 9% 的水平，其核心驱动在于规模效应下成本效率的持续改善，以及翻台率的显著提升。我们预期随着后续门店翻台率的进一步修复，餐厅层面利润率水平或有望进一步抬升，公司盈利能力有望持续增强。

图 3 公司开关店情况

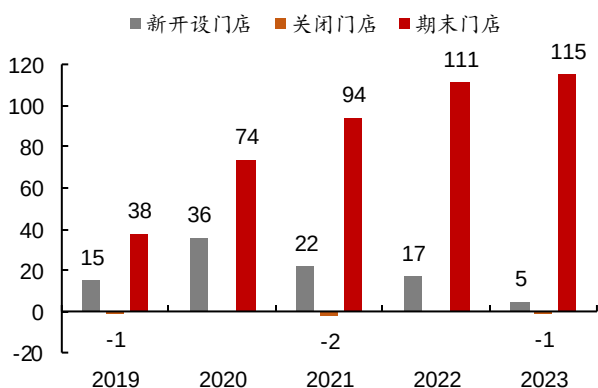


图 4 按区域划分的公司收入结构（2023 年）

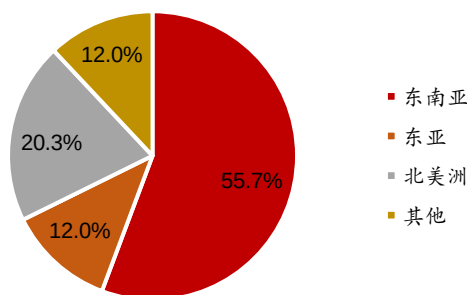


图 5 公司整体平均翻台率（单位：次）

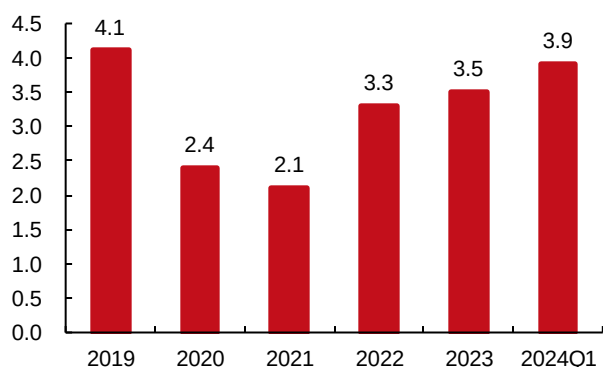


图 6 公司整体平均客单价（单位：美元）

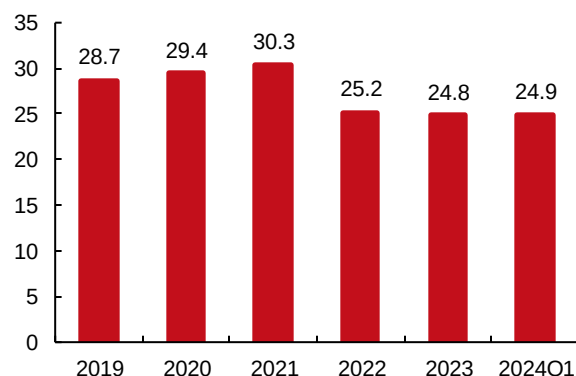
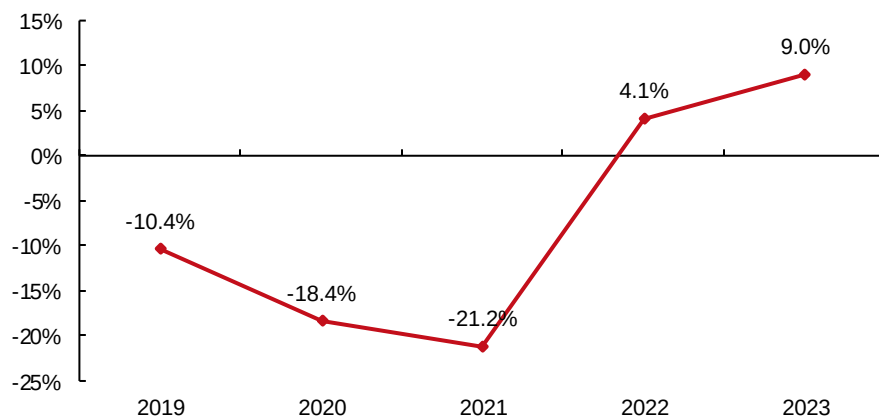


图 7 公司门店层面经营利润率



1.3. 盈利拐点出现，规模效应持续显现

门店扩张驱动收入持续增长，2023 年首次扭亏为盈。在门店的持续扩张下，公司收入规模从 2019 年的 2.33 亿美元增长至 2023 年的 6.86 亿美元，4 年复合增速达 31%。2023 年，公司首次全年度扭亏为盈，实现净利润 2526 万美元，净利润率 3.7%。2024Q1，公司实现营收 1.88 亿美元/+16.6%，净亏损 455 万美元，主要系汇兑亏损净额 1300 万美元。

随着规模效应的持续体现，成本费用率逐步优化。2023 年，公司原材料及易耗品成本占收入比重 34.2%/-1.0pct，公司不断优化采购成本，强化门店管理策略，包括基于门店需求建立本土化供应链的策略；员工成本占收入比重 32.9%/-0.9pct，疫情以来，公司实施多项措施提高员工效率，并持续更新不同国家的薪酬架构，据公司招股说明书，从 2019 年到 2022 年 6 月底，单店员工人数精简约 30%；折旧及摊销费用占收入比重 11.4%/-1.7pct，租金及相关开支、水电开支、差旅及通讯开支占比相对稳定。

图 8 公司营收及增速

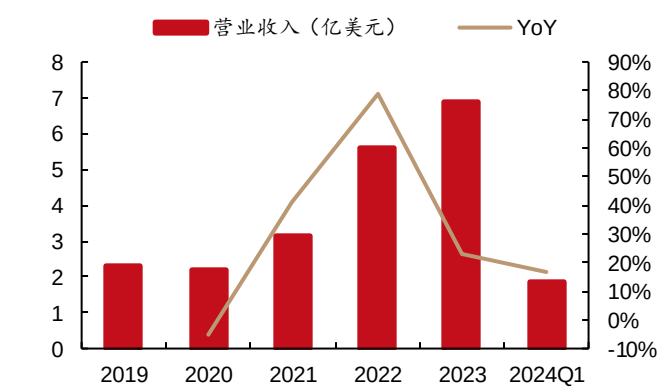


图 9 公司净利润及净利率

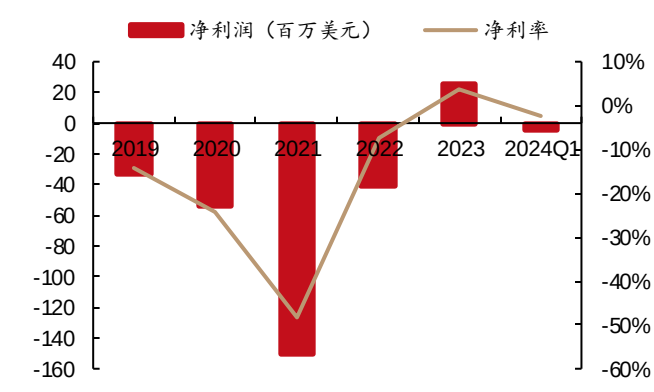
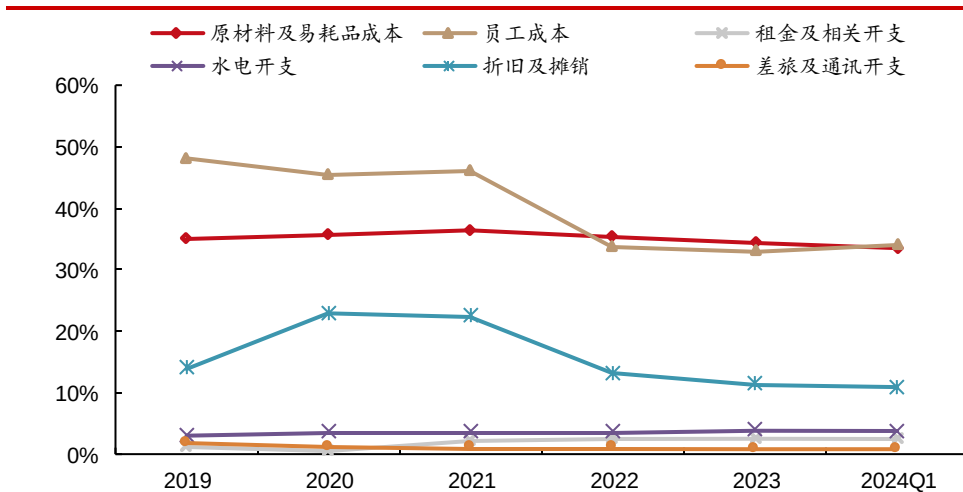


图 10 公司主要成本费用占收入比重



2. 深耕国际中餐新蓝海，增长潜力有望加速释放

公司依托海底捞强大的品牌影响力，标准化程度高、受众广泛的火锅赛道，过去几年在海外市场稳步拓展门店，2020 年受疫情影响，发展有所波动，2023 年发展重新进入正轨，我们认为公司未来发展或迎来换挡提速期，具备颇多看点。

2.1. 国际市场渗透率仍较低，拓展空间广阔

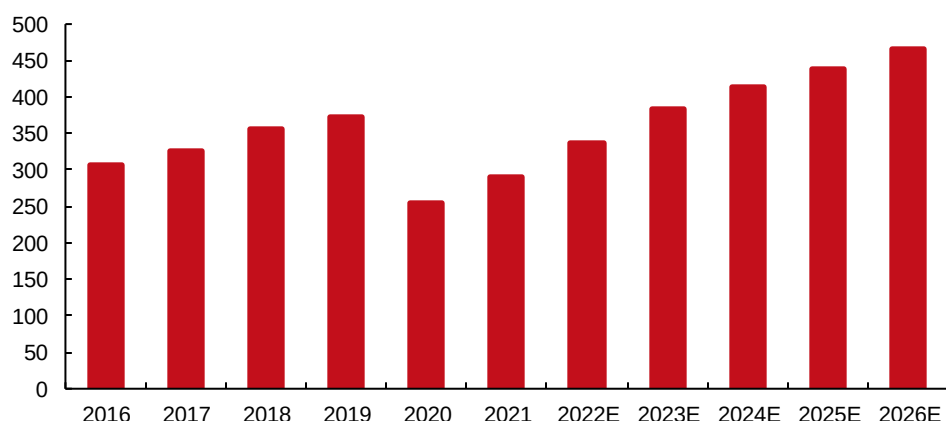
火锅品类表现出强大的出海潜力。近年来，中式餐饮品牌持续拓展海外市场，其中火锅品牌出海表现最为亮眼，据窄门餐眼数据，2023 年中国餐饮出海 TOP30 排行榜中，前十均为火锅品牌，其中海底捞排名第一。

图 11 2023 年中国餐饮出海 TOP30

中国餐饮出海TOP30			
序号	品类	品牌名	出海国家
1	火锅	海底捞	新加坡, 印尼, 泰国, 越南, 马来西亚, 美国, 加拿大, 韩国等
2	火锅	小肥羊	日本, 柬埔寨, 洛杉矶, 加拿大等
3	火锅	重庆刘一手火锅	迪拜, 美国, 加拿大, 法国, 德国, 西班牙等
4	火锅	大龙鼓	多伦多, 悉尼, 新西兰
5	火锅	小龙坎	多伦多, 泰国, 日本, 德国, 美国, 柬埔寨
6	火锅	德庄	多伦多, 悉尼, 新西兰
7	火锅	凑凑	新加坡
8	火锅	香天下	欧美
9	火锅	谭鸭血	日本东京
10	火锅	山城辣妹子	洛杉矶, 加州
11	茶饮	日出茶time	欧洲, 东南亚, 美洲
12	茶饮	KOI	欧洲, 东南亚, 美洲, 中东
13	茶饮	一芳	欧洲, 东南亚, 美洲, 中东
14	茶饮	快乐柠檬	欧洲, 美洲, 日本
15	茶饮	鹿角巷	欧洲, 东南亚, 美洲, 中东
16	茶饮	春阳茶事	新加坡, 纽约, 多伦多
17	茶饮	蜜雪冰城	越南, 老挝, 新加坡, 日本等
18	茶饮	霸王茶姬	马来西亚
19	茶饮	喜茶	新加坡, 日本
20	茶饮	奈雪	新加坡, 日本
21	鸭脖	绝味鸭脖	新加坡
22	鸭脖	精武鸭脖	新加坡, 多伦多
23	麻辣烫	张亮麻辣烫	新加坡, 洛杉矶, 悉尼, 韩国
24	麻辣烫	杨国福麻辣烫	新加坡, 伦敦, 悉尼
25	中式快餐	兰州拉面	日本东京
26	中式快餐	沙县小吃	日本, 美国, 澳大利亚
27	中式正餐	外婆家	多伦多
28	中式正餐	江边城外	新加坡
29	中式正餐	阿里山	新加坡
30	中式正餐	南京大牌档	新加坡

海底捞在国际火锅市场市占率远低于国内，未来仍存较大提升潜力。据公司招股说明书援引的弗若斯特沙利文数据，2019 年国际火锅店市场规模达 373 亿美元，预计 2023 年市场规模约 384 亿美元，据此测算，2023 年特海国际营收占国际火锅市场的比重仅为 1.8%左右。而从国内市场来看，据红餐研究院数据，预计 2023 年中国火锅市场总规模达 5200 亿元，据此测算，海底捞在国内市占率约为 8%左右。目前，海底捞品牌在国际火锅市场的市占率远低于国内，未来仍具有较大提升潜力。我们假设未来海底捞在国际火锅市场的市占率提升至 4%，则对应目前开店空间至少还有 1 倍以上。

图 12 国际火锅店市场规模（单位：亿美元）



2.2. 翻台率和经营效率提升，利润率有望进一步改善

门店模型逐渐成熟，利润率仍有进一步提升空间。据公司招股说明书，新开门店产生的开业前成本及资本开支因地理区域和门店规模而异，在亚洲的单店开业前成本一般介于 17-40 万美元，资本开支一般介于 140-300 万美元，在其他国家的单店开业前成本一般介于 50-150 万美元，资本开支一般介于 250-650 万美元，2021-2023 年，新开门店一般在 6 个月内实现盈亏平衡。受益于海外消费水平较强，海底捞海外门店的单店平均收入表现优于国内门店，但由于人工、租金成本较高，海外门店盈利能力弱于国内门店；2023 年公司整体门店日均收入 1.63 万美元，门店层面利润率 9.0%，据我们测算，较海底捞国内门店利润率水平仍有较大差距。我们认为，未来随着规模效应的持续显现、翻台率和经营效率的进一步提升，公司利润率水平有望持续改善。

表 2 国内和海外海底捞 UE 模型拆分（基于 2023 年财报口径）

单位：万元	海底捞 (国内, CNY)	海底捞 (海外, CNY)	海底捞 (海外, USD)
餐厅年营业额	2,969	4,227	595
餐厅日营业额	8.13	11.58	1.63
翻台率(次)	3.8	3.5	3.5
桌数	72	63	63
客单价(元)	99	176	25
原材料及易耗品成本	1,214	1,446	203
%餐厅收入	40.9%	34.2%	34.2%
员工成本	772	1,353	190
%餐厅收入	26.0%	32.0%	32.0%
租金及相关开支	27	106	15
%餐厅收入	0.9%	2.5%	2.5%
折旧及摊销	211	482	68
%餐厅收入	7.1%	11.4%	11.4%
水电开支	104	161	23
%餐厅收入	3.5%	3.8%	3.8%
其他相关开支	89	300	42
%餐厅收入	3.0%	7.1%	7.1%
餐厅层面利润	552	380	54
餐厅层面利润率	18.6%	9.0%	9.0%

注：其他相关开支包括餐厅差旅及通勤开支以及其他餐厅层面开支；汇率为 1USD=7.10CNY

产品及服务不断精进，为各国消费者提供良好的消费体验，从而进一步提升客流量和翻台。在产品方面，公司持续提升创新的能力，坚持标准化和本地化的战略，在中式火锅的风味基础上，不断丰富本土化的口味和菜品的组合，例如泰国的冬阴功锅底、日本的牛小肠、加拿大的辣肉酱薯条等；此外，还会根据各市场的具体季节或节日推出对应单品，例如 2023 年 3 月在日本樱花季期间上新了樱花水晶冻及粉红泡泡饮品，2023 年 12 月在欧美上新了肉肉圣诞塔和草莓奶盖椰椰等。在服务方面，坚持向顾客提供欢快的美食，通过良好的基础服务以及中式传统的变脸、美甲服务、舞蹈、游乐园服务等，使顾客获得更加丰富快乐的就餐体验；此外，鼓励员工结合当地习俗提供服务，例如在复活节和万圣节组织主题活动、装饰餐厅，韩国门店在高考当天为学生提供免费的年糕菜肴等。

图 13 本土化的产品举例



Tom yum soup base in Thailand



Beef intestines in Japan



New York steak sliced in the United States



Spicy poutine in Canada

供应链升级、管理精细化，驱动运营效率持续提升。供应链端，公司积极探索与本地供应商合作的机会，建立本土化的采购和供应链系统，进一步降低采购成本；此外，公司在新加坡和马来西亚建立了两个中央厨房，在减少员工成本的同时保障产品品质和食品安全，未来公司亦将结合业务规模情况设立更多中央厨房，放大公司规模效应。管理端，公司以顾客满意度和餐厅经营效率为关键绩效指标，并执行“低底薪+高分红”的薪资结构，有效调动了各层级管理人员工作积极性；此外，为更好地适应全球餐厅的经营和管理，公司的管理架构也相应做出了调整，一方面，由原总部-区域经理-店经理的管理架构转变为总部-大区经理-国家负责人-店经理的管理架构；另一方面，将部分总部职能，例如产品研发、采购、营销等，划分了更多的权利和责任到区域、国家层级；这些管理架构的调整使得公司的日常运营更加高效。

3. 盈利预测及投资建议

核心假设：

1) **收入端**：开店层面，据公司公告，公司坚持自下而上的开店原则，兼顾质量和数量，同时考虑到地域间差异较大，我们假设 2024-2026 年公司分别净增门店 12/15/15 家，对应期末门店数量分别为 127/142/157 家。单店日均收入层面，随着公司产品和服务的持续优化、品牌影响力的持续提升，门店翻台有望不断向好，从而驱动单店日均收入提升，我们假设 2024-2026 年东南亚地区单店日均收入同比分别 +6%/+3%/+3% 至 1.59/1.63/1.67 万美元，东亚地区单店日均收入同比分别 +10%/+2%/+2% 至 1.42/1.45/1.49 万美元，北美地区单店日均收入同比分别 +5%/+3%/+2% 至 2.14 /2.20/2.25 万美元，其他地区单店日均收入同比分别 +5%/+2%/+2% 至 2.47/2.53/2.60 万美元。

2) **成本费用端**：随着公司持续优化供应链、管理精细化，成本费用率有望延续下降趋势，我们假设 2024-2026 年原材料及易耗品成本占比分别为 33.5%/33.2%/33.0%，员工成本占比分别为 32.4%/32.0%/32.0%，折旧及摊销占比分别为 10.0%/8.2%/7.1%，租金及相关开支占比和水电开支占比分别维持在 2.5% 和 3.8% 水平。

盈利预测及投资建议：综上，预计公司 2024-2026 年营收分别为 7.99/9.18/10.50 亿美元，同比增速分别为 16.4%/14.9%/14.5%；归母净利润分别为 0.48/0.75/0.96 亿美元，同比增速分别为 88.9%/54.4%/28.9%；EPS 分别为 0.08/0.12/0.16 美元，最新股价（5月16日收盘价 16.94 港元及汇率 1USD=7.81HKD）对应 PE 分别为 28/18/14 倍。相较于国内市场，当下国际中餐市场仍是一片蓝海，国内餐饮品牌出海大势所趋，公司作为中餐出海的标杆，拓展空间广阔；同时，随着翻台率和经营效率的提升，公司利润率有望进一步改善，增长潜力有望加速释放。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表 3 公司核心盈利预测

单位：百万美元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	312	558	686	799	918	1,050
YoY	41.1%	78.7%	23.0%	16.4%	14.9%	14.5%
海底捞餐厅收入	296	546	661	763	870	991
YoY	41.5%	84.3%	21.2%	15.4%	14.1%	13.9%
-门店（家）	94	111	115	127	142	157
东南亚	55	68	70	77	87	97
东亚	17	17	17	19	21	23
北美洲	16	18	18	19	20	21
其他	6	8	10	12	14	16
-单店日均收入（万美元）						
东南亚	1.05	1.51	1.50	1.59	1.63	1.67
东亚	0.59	1.10	1.29	1.42	1.45	1.49
北美洲	1.22	1.84	2.04	2.14	2.20	2.25
其他	1.37	2.05	2.36	2.47	2.53	2.60
外卖业务收入	12	7	10	13	15	18
YoY	15.2%	-44.2%	49.2%	30.0%	20.0%	15.0%
其他收入	5	6	15	23	32	42
YoY	137.1%	33.3%	154.8%	50.0%	40.0%	30.0%
成本费用率（%）						
原材料及易耗品成本	36.4%	35.2%	34.2%	33.5%	33.2%	33.0%
员工成本	45.9%	33.8%	32.9%	32.4%	32.0%	32.0%
租金及相关开支	2.1%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
折旧及摊销	22.4%	13.1%	11.4%	10.0%	8.2%	7.1%
水电开支	3.5%	3.5%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
归母净利润		-41	26	48	75	96
YoY			162.2%	88.9%	54.4%	28.9%

表 4 可比公司估值

证券代码	公司名称	股价 (港元)	EPS (元)				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
6862. HK	海底捞	20.40	0.83	0.92	1.03	1.15	22	20	18	16
9987. HK	百胜中国	305.20	1.97	2.26	2.52	2.94	20	17	16	13
9922. HK	九毛九	5.58	0.31	0.41	0.52	0.62	16	12	10	8
平均值								17	14	13
9658. HK	特海国际	16.94	0.05	0.08	0.12	0.16	42	28	18	14

注：可比公司数据采用 wind 一致预期，海底捞和九毛九的 EPS 单位为人民币，百胜中国和特海国际的 EPS 单位为美元；股价为 2024/5/16 收盘价，汇率 1HKD=0.91CNY, 1USD=7.81HKD

4. 风险提示

海外宏观经济波动，行业竞争加剧，食品安全风险，门店拓展不及预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	686.36	798.59	917.65	1050.46	净利润	25.65	48.46	74.81	96.41
YoY (%)	22.95%	16.35%	14.91%	14.47%	折旧和摊销	78.56	80.26	74.60	74.11
原材料及易耗品成本	234.72	267.53	304.66	346.65	营运资金变动	3.65	9.97	10.63	11.87
员工成本	226.03	258.74	293.65	336.15	经营活动现金流	114.05	147.22	168.83	191.40
租金及相关开支	17.16	19.97	22.94	26.26	资本开支	-32.97	-45.00	-80.00	-80.00
水电开支	26.05	30.31	34.83	39.87	投资	1.57	0.00	0.00	0.00
折旧及摊销	78.56	80.26	74.60	74.11	投资活动现金流	-11.78	-45.00	-80.00	-80.00
差旅及通讯开支	5.76	6.70	7.70	8.81	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他开支	62.68	71.87	82.59	94.54	债务募资	-43.99	0.00	0.00	0.00
其他收益及亏损	-1.18	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流	-43.79	-8.04	-8.04	-8.04
财务成本	8.42	5.74	4.32	3.10	现金净流量	59.03	94.73	81.34	103.91
利润总额	33.11	64.16	99.05	127.66	主要财务指标				
所得税	7.85	15.21	23.49	30.27	成长能力				
净利润	25.26	48.95	75.56	97.39	营业收入增长率	22.95%	16.35%	14.91%	14.47%
归属于母公司净利润	25.65	48.46	74.81	96.41	净利润增长率	162.19%	88.91%	54.37%	28.88%
YoY (%)	162.19%	88.91%	54.37%	28.88%	盈利能力				
每股收益	0.05	0.08	0.12	0.16	毛利率	65.80%	66.50%	66.80%	67.00%
资产负债表 (百万美元)					净利率	3.74%	6.07%	8.15%	9.18%
货币资金	152.91	247.64	328.98	432.89	总资产收益率 ROA	4.45%	7.50%	10.05%	11.13%
预付款项					净资产收益率 ROE	9.50%	15.19%	18.97%	19.62%
存货	29.76	33.92	38.63	43.96	偿债能力				
其他流动资产	3.09	3.59	4.13	4.72	流动比率	1.70	2.18	2.44	2.74
流动资产合计	218.96	323.78	416.13	532.39	速动比率	1.45	1.93	2.19	2.49
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	1.19	1.67	1.93	2.23
固定资产	168.72	175.48	212.38	241.91	资产负债率	52.83%	50.25%	46.56%	42.79%
无形资产	168.04	126.03	94.52	70.89	经营效率				
非流动资产合计	357.92	322.67	328.06	333.95	总资产周转率	1.19	1.31	1.32	1.30
资产合计	576.88	646.45	744.19	866.34	每股指标 (美元)				
短期借款	0.84	0.84	0.84	0.84	每股收益	0.05	0.08	0.12	0.16
应付账款及票据	34.38	39.18	44.62	50.77	每股净资产	0.44	0.52	0.64	0.79
其他流动负债	74.43	86.60	99.51	113.91	每股经营现金流	0.18	0.24	0.27	0.31
流动负债合计	128.57	148.64	170.27	194.49	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	176.19	176.19	176.19	176.19	PE	26.63	27.71	17.95	13.93
非流动负债合计	176.19	176.19	176.19	176.19	PB	3.05	4.21	3.40	2.73
负债合计	304.76	324.83	346.46	370.68					
股本	0.00	0.00	0.00	0.00					
少数股东权益	2.04	2.52	3.28	4.25					
股东权益合计	272.12	321.62	397.73	495.66					
负债和股东权益合计	576.88	646.45	744.19	866.34					

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。