

# 海底捞 (06862.HK)

## 中报符合预期，高速扩张影响短期利润率

海底捞发布 2019 年半年报。2019H1 公司营收 116.9 亿元，同比+59.3%；税前利润 12.5 亿元，同比+38.9%；归母净利 9.1 亿元，同比+40.9%。

收入增长主要依赖门店扩张，单店收入有所下滑。分业务看，餐厅经营/外卖/食材销售分别实现收入 113.3/1.9/1.8 亿元，同比+58.4%/+40.9%/+206.2%。餐厅经营的收入增长主要源于门店扩张，19H1 公司新开酒店 130 家，关店 3 家，较 18 年底的 466 家净增 127 家(+27.3%)；截止 19H1 公司门店数为 593 家，其中大陆/境外分别有 550/43 家。大陆净增 120 家门店，其中一线/二线/三线及以下分别净增门店数 40/50/30 家，同比+37.7%/+24.2%/+25.6%。平均单店收入 1911 万元，同比-8.9%，主要系门店扩张及新店存在爬坡期的影响。人均消费增长明显，19H1 人均消费额 104.4 元，同比+4.1%。外卖业务收入增长主要由于外卖订单数量增加。

同店销售额稳步增长，翻台率提升明显。同店数据看，同店销售额同比+4.7%，其中一线/二线/三线以下/境外的同店销售额分别同比+3.3%/+1.9%/+12.5%/+9.7%。同店销售额的增长主要由翻台率增长驱动，三线以下城市及境外门店翻台率提升明显。整体翻台率由 18H1 的 5.0 增长到了 19H1 的 5.2，其中 19H1 一线/二线/三线以下/境外的翻台率分别为 5.1/5.3/5.1/4.3，去年同期分别为 5.1/5.2/4.7/3.9，同比+0.0%/+1.9%/+8.5%/+10.3%。

利润率小幅下降，主要受高速扩张中新店爬坡期的影响。税前利润率 10.7%，同比-1.6pct，主要系新店爬坡期及员工成本占比的上升的影响。实际税率 27.1%，同比-1.0pct，系免税收入的增加和部分国家所得税率不同的影响。净利率 7.8%，同比-1.0pct。费用构成中，原材料/职工薪酬/物业租金/水电开支/折旧摊销/交通差旅费占比分别为 41.9%/31.2%/0.8%/3.8%/7.1%/0.8%，同比+0.2pct/+1.2pct/-2.9pct/+0.3pct/+3.1pct/-0.2pct。原材料占比基本稳定；职工薪酬上升明显，系门店快速扩张和员工薪资水平提高的影响；物业租金和折旧摊销的变动主要系会计准则调整，合计占比 7.9% (+0.2pct)，占比较为稳定；水电开支和交通差旅费占比变动不大。

盈利预测、估值与投资建议：维持“买入”评级。我们预测 19/20/21 年公司归母净利分别为 24.4 /39.4 /53.7 亿元，2019-2021 年 CAGR 为 48.3%，EPS 分别为 0.46/0.74/1.01 元，对应当前股价 PE 分别为 61.0/37.8/27.7 倍。考虑到公司未来的高增速及拓展新品牌的可能性，我们认为 2020 年公司合理市值为 2229 亿港元，对应 PE 为 50 倍，2020 年目标价 37.17 港币。

风险提示：新店扩张不及预期、食品安全、竞争加剧的风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,637	16,969	27,961	40,846	52,432
增长率 yoy (%)	36.2	59.5	64.8	46.1	28.4
归母净利润(百万元)	1,028	1,646	2,442	3,940	5,369
增长率 yoy (%)	39.8	60.2	48.3	61.3	36.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.19	0.31	0.46	0.74	1.01
净资产收益率(%)	109.5	19.1	22.1	27.2	27.9
P/E(倍)	144.9	90.5	61.0	37.8	27.7
P/B(倍)	136.8	17.3	13.5	10.3	7.7

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

### 股票信息

行业	餐饮业
前次评级	买入
最新收盘价	31.85
总市值(百万元)	155,283.72
总股本(百万股)	4,875.47
其中自由流通股(%)	100%
30 日日均成交量(百万股)	

### 股价走势



### 作者

分析师 焦俊

执业证书编号：S0680518060003

邮箱：jiaojun@gszq.com

研究助理 张泽

邮箱：zhangze@gszq.com

### 相关研究

- 1、《海底捞(06862.HK)：以“利益分享”管理体系为核心，火锅经营为载体的餐饮巨头》2019-07-24
- 2、《海底捞(06862.HK)：学不会的海底捞--加速扩张全产业链布局铸就最优赛道头部玩家》2018-10-12



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1,462	5,736	8,080	11,295	16,909
现金	282	4,119	5,931	8,727	13,248
应收账款	173	150	382	395	603
其他应收款	746	896	968	1,075	1,547
预付账款	0	0	0	0	0
存货	95	457	686	984	1,397
其他流动资产	166	114	114	114	114
<b>非流动资产</b>	2,274	6,209	6,939	7,785	8,418
长期投资	4	1,833	1,894	1,993	2,130
固定资产投资	2,085	4,000	4,662	5,399	5,889
无形资产	11	52	59	68	75
其他非流动资产	174	324	324	324	324
<b>资产总计</b>	3,736	11,945	15,020	19,080	25,327
<b>流动负债</b>	2,618	3,306	3,937	4,583	6,039
短期借款	348	410	410	410	410
应付账款	169	729	903	1,482	1,580
其他流动负债	2,102	2,166	2,623	2,691	4,049
<b>非流动负债</b>	27	9	9	9	9
长期借款	9	0	0	0	0
其他非流动负债	17	9	9	9	9
<b>负债合计</b>	2,645	3,315	3,946	4,592	6,048
少数股东权益	2	5	7	11	16
股本	0	5,300	5,300	5,300	5,300
资本公积	0	1,192	1,192	1,192	1,192
留存收益	1,037	2,025	4,470	8,413	13,788
归属母公司股东收益	1,089	8,625	11,067	14,477	19,263
<b>负债和股东权益</b>	3,736	11,945	15,020	19,080	25,327

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	1,400	2,388	2,977	4,721	6,312
净利润	1,194	1,649	2,444	3,944	5,374
折旧摊销	0	0	440	555	673
财务费用	4	-7	53	91	36
投资损失	-0	-28	-59	-97	-135
营运资金变动	0	0	99	228	362
其他经营现金流	202	774	0	0	0
<b>投资活动净现金流</b>	-1,565	-3,867	-1,112	-1,303	-1,172
资本支出	0	0	670	746	497
长期投资	0	0	-61	-137	-137
其他投资现金流	-1,565	-3,867	-503	-694	-812
<b>筹资活动净现金流</b>	105	5,339	-53	-621	-619
短期借款	-220	63	0	0	0
长期借款	-2	-9	0	0	0
普通股增加	0	5,300	0	0	0
资本公积增加	0	1,192	0	0	0
其他筹资现金流	326	-1,206	-53	-621	-619
<b>现金净增加额</b>	-125	3,837	1,812	2,797	4,520

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	10,637	16,969	27,961	40,846	52,432
营业成本	4,313	6,935	11,427	16,693	21,428
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	3,619	5,982	9,558	13,647	17,280
管理费用	1,189	1,909	3,633	5,110	6,460
财务费用	4	-7	53	91	36
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-4	7	0	0	0
投资净收益	0	28	59	97	135
<b>营业利润</b>	1,531	2,299	3,348	5,402	7,362
营业外收入	94	-37	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	1,625	2,262	3,348	5,402	7,362
所得税	431	613	904	1,459	1,988
<b>净利润</b>	1,194	1,649	2,444	3,944	5,374
少数股东收益	166	3	2	4	5
<b>归属母公司净利润</b>	1,028	1,646	2,442	3,940	5,369
EBITDA	1,638	2,163	3,662	5,762	7,731
EPS (元/股)	0.19	0.31	0.46	0.74	1.01

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	36.2	59.5	64.8	46.1	28.4
营业利润 (%)	18.2	50.2	45.6	61.3	36.3
归属母公司净利润 (%)	39.8	60.2	48.3	61.3	36.3
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	59.5	59.1	59.1	59.1	59.1
净利率 (%)	9.7	9.7	8.7	9.6	10.2
ROE (%)	109.5	19.1	22.1	27.2	27.9
ROIC (%)	82.3	17.4	20.5	25.5	26.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	70.8	27.8	26.3	24.1	23.9
净负债比率 (%)	6.9	-43.0	-49.9	-57.4	-66.6
流动比率	0.6	1.7	2.1	2.5	2.8
速动比率	0.5	1.6	1.9	2.2	2.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	3.28	2.16	2.07	2.40	2.36
应收账款周转率	89.9	105.1	105.1	105.1	105.1
应付账款周转率	29.9	15.4	14.0	14.0	14.0
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.19	0.31	0.46	0.74	1.01
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.41	0.34	0.56	0.89	1.19
每股净资产 (最新摊薄)	0.21	1.63	2.09	2.73	3.63
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	144.9	90.5	61.0	37.8	27.7
P/B	136.8	17.3	13.5	10.3	7.7
EV/EBITDA	90.9	67.1	39.2	24.4	17.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com