

中信证券研究部



姜娅
 首席消费产业&
 消费者服务分析师
 S1010510120056



杨清朴
 社会服务分析师
 S1010518070001



联系人：刘济玮

核心观点

新冠疫情爆发对餐饮企业短期冲击直接，但不改长期趋势。在居民生活日渐恢复正常后，外出就餐需求尤其是火锅品类需求有望回归。我们预计负面冲击最大影响将体现在 2020H1，后续经营恢复趋势较为明确。公司强有力的品牌影响力和经营实力，将支撑公司实现稳健增长，维持“增持”评级和目标价 39.50 港元。

■ **20H1 收入同比降约 20%，利润亏损 9~10 亿元。**公司发布公告，预计 2020H1 收入同比下降约 20%，归母净利润录得净亏损，主要由于自新冠疫情爆发后各国及地区实施的防疫措施以及消费场所限制对公司自 1 月以来的业务产生较大冲击。海底捞所有门店 1 月 26 日年初二起全部关停，2 月 15 日起外卖恢复、3 月 12 日起堂食陆续复业。按此计算海底捞堂食业务 1 季度停摆约 50 天，其收入、利润大幅下滑在预期之内。

■ **保持积极开店，翻桌率预计稳步恢复。**20H1 公司经营虽然受到疫情影响，但仍然保持了积极的开店节奏，预计上半年开店 100+家（19H1 新开门店 127 家）。翻台率自 3 月中旬堂食重新开放后稳步提升，我们预计目前恢复至 3.5+次/天（2019Q2 约为 4.9 次/天）。疫情管控影响下门店关停对公司短期造成较大的财务压力，主要是收入锐减情况下，人工、折摊、租金等成本相对刚性，基于我们模型测算，预计 Q1 收入 21.4 亿元/-62%、亏损 13.2 亿元；Q2 收入 72.2 亿元/+18%、盈利 4.0 亿元/-21.7%。合计预计 20H1 收入 93.6 亿元/-20.0%、亏损 9.8 亿元。假设下半年新开店 140 家、全年合计开业 250 家，同店平均翻台率恢复至 4.3，预计下半年收入 201.9 亿元/+35.9%、盈利 17.4 亿元/+18.6%。

■ **上半年疫情冲击明显，下半年恢复趋势明确。**疫情对餐饮业的整体打击巨大，对各企业的现金流提出了考验。海底捞虽然也损失惨重，但还是充分显现出其强有力的抗风险实力。考虑到疫情影响收入减少但员工成本相对刚性，我们预计 2020 年公司仅可实现微利，但从趋势看，下半年将有明显恢复，2021 年有望显著反弹。从格局层面，此次疫情使得不少餐饮企业被迫退出，对包括公司在内的头部品牌而言提供了更好的发展环境。

■ **风险因素：**新租赁准则执行拉低短期盈利的风险，食品安全风险，门店扩张经营失败风险，人力成本上升的风险，消防等规范趋严影响经营的风险等。

■ **投资建议：**基于 2020 年核心假设：20H1 同店平均翻台率 3.1、20H2 为 4.3，2020 年新开店 250 家，调整 2020-2022 年盈利预测为 7.84/47.97/63.50 亿元（原预测为 3.16/47.79/63.50 亿元），对应 EPS 预测为 0.15/0.91/1.20 元，现价对应 PE 为 217/36/27 倍。公司强有力的品牌影响力和经营实力，使其具备相对较强的抗风险能力，公司有望维持稳健持续的增长和盈利能力，同时公司具备潜在的业务拓展空间，长期价值明确，维持“增持”评级，基于 DCF 估值目标价 39.50 港元，对应 2021 年 39 倍 PE。

海底捞	06862.HK
评级	增持（维持）
当前价	35.75 港元
目标价	39.50 港元
总股本	5,300 百万股
港股流通股本	5,300 百万股
52 周最高/最低价	38.7/28.25 港元
近 1 月绝对涨幅	-7.26%
近 12 月绝对涨幅	8.11%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	16,969	26,556	29,552	51,303	65,374
营业收入增长率	59.5%	56.5%	11.3%	73.6%	27.4%
净利润(百万元)	1,646	2,345	784	4,797	6,350
净利润增长率	60.2%	42.4%	-66.6%	511.7%	32.4%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.33	0.44	0.15	0.91	1.20
毛利率%	59.1%	57.7%	58.2%	58.4%	58.5%
净资产收益率 ROE%	19.1%	22.1%	6.9%	29.6%	28.2%
PE	97	73	217	36	27
PB	142	19	16	15	11

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 7 月 6 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	16,969	26,556	29,552	51,303	65,374
其他收入-经营	104	263	200	150	160
原材料及消耗品	-6,935	-11,239	-12,344	-21,344	-27,137
员工成本	-5,016	-7,993	-11,286	-15,892	-20,198
物业租金及相关开支	-685	-240	-245	-411	-521
水电开支	-595	-912	-988	-1,746	-2,210
折旧及摊销	-689	-1,891	-2,518	-3,694	-4,707
差旅及其他	-159	-220	-164	-243	-244
上市开支	-86	0	0	0	0
其他支出-经营	-661	-1,000	-997	-1,618	-1,972
应占联营公司损益	30	75	38	75	98
其他经营净收益	18	95	79	94	122
财务费用	-31	-237	-213	-234	-252
除税前溢利	2,262	3,247	1,112	6,438	8,514
所得税	-613	-900	-327	-1,634	-2,155
期内溢利(含少数股东权益)	1,649	2,347	785	4,804	6,359
其他综合收益-汇兑差额-海外业务换算	-19	-2	0	0	0
综合收益总额	1,630	2,345	785	4,804	6,359
本公司拥有人应占溢利	1,646	2,345	784	4,797	6,350
少数股东损益	3	2	1	7	9
EBITDA	2,982	5,375	3,843	10,366	13,473
净利润率%	9.7%	8.8%	2.7%	9.4%	9.7%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动:					
净利润	1,649	2,347	785	4,804	6,359
加: 折旧与摊销	689	1,891	2,518	3,694	4,707
营运资本变动	-39	-22	-624	151	-879
其他非现金调整	-50	47	169	9	92
经营活动产生的现金流量净额	2,249	4,263	2,849	8,658	10,278
投资活动:					
出售固定资产收到的现金	-	0	0	0	0
减: 资本性支出	2,645	5,641	1,174	5,216	4,428
投资减少	1,839	136	-72	85	0
投资活动产生的现金流量净额	-4,484	-5,777	-1,102	-5,301	-4,428
筹资活动:					
债务增加	53	-203	178	-100	-100
减: 债务减少	-	0	0	0	0
股本增加	0	0	0	0	0
发行股份资金增加	5,905	0	0	0	0
支付的股利合计	-	0	0	0	0
其他筹资活动产生现金流量净额	-	0	-4	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	5,958	-203	174	-100	-100
现金净流量:					
汇率变动影响	-	0	0	0	0
其他现金流量调整	-	0	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	3,837	-1,897	1,921	3,257	5,750
现金及现金等价物期初余额	282	4,119	2,222	4,143	7,400
现金及现金等价物期末余额	4,119	2,222	4,143	7,400	13,150

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
非流动资产合计	6,209	13,414	11,781	13,810	13,716
固定资产-物业、厂房及设备	4,000	7,690	6,422	7,953	7,689
无形资产	52	112	35	27	13
于联营公司之权益	35	169	85	169	169
应收关联方款项-非流动资产	-	0	0	0	0
递延税项资产-非流动资产	92	170	-39	196	259
租金按金-非流动资产	233	269	275	461	584
可供出售投资-非流动资产	-	0	0	0	0
流动资产合计	5,736	7,200	9,149	13,871	20,418
存货	457	1,200	1,358	2,134	2,714
贸易及其他应收款项以及预付款项总额	845	1,616	1,478	2,052	2,288
应收关联方款项-流动资产	201	301	296	410	392
按公允价值计入损益的金融资产	2	0	13	13	13
其它金融资产-流动资产	1	0	0	0	0
已抵押银行存款-流动资产	8	58	58	58	58
货币资金	4,119	2,222	4,143	7,400	13,150
资产总额	11,945	20,614	20,930	27,681	34,135
流动负债合计	3,306	5,664	5,148	7,077	7,161
应付账款	729	1,406	1,034	1,283	1,307
其他应付款	906	1,277	1,182	1,796	1,634
应付关联方款项-流动负债	593	1,072	887	1,283	1,307
应交税费	161	224	-65	294	323
短期借款	410	122	300	200	100
递延收入-流动负债	378	503	560	971	1,238
非流动负债合计	9	4,324	4,370	4,388	4,398
递延税项负债-非流动	2	47	-2	13	22
长期借款	-	85	85	85	85
拨备-非流动负债	7	49	7	10	12
负债总额	3,315	9,988	9,518	11,466	11,560
股东权益合计(含少数股东权益)	8,630	10,626	11,411	16,216	22,575
股东权益合计(不含少数股东权益)	8,625	10,623	11,407	16,205	22,555
股本	0	0	0	0	0
储备	8,625	10,623	11,407	16,204	22,555
少数股东权益	5	3	4	11	20
负债+股东权益	11,945	20,614	20,930	27,681	34,135

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
增长率 (%)					
营业收入	60%	56%	11%	74%	27%
营业利润	39%	44%	-66%	479%	32%
净利润	60%	42%	-67%	512%	32%
利润率 (%)					
毛利率	59.1%	57.7%	58.2%	58.4%	58.5%
EBIT Margin	13.5%	13.1%	4.5%	13.0%	13.4%
EBITDA Margin	17.6%	20.2%	13.0%	20.2%	20.6%
净利率	9.7%	8.8%	2.7%	9.4%	9.7%
回报率 (%)					
净资产收益率	19%	22%	7%	30%	28%
总资产收益率	14%	11%	4%	17%	19%
其他 (%)					
资产负债率	28%	48%	45%	41%	34%
所得税率	27%	28%	29%	25%	25%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。