

持有

门店加速扩张，2019H1 业绩靓丽

海底捞 (6862.HK)

2019-08-22 星期四

目标价: HK\$ 36.0

现价: HK\$ 34.3

预计升幅: 5%

股本数据

总股本(亿股): 53.00

港股股本(亿股): 53.00

港股市值(亿港元): 1818

52 周高/低 (HK\$): 35.35/15.5

每股净值(元): 2.15

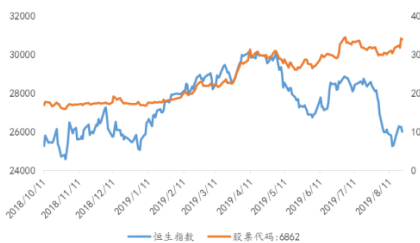
所属行业: 餐饮行业

主要股东

NP United Holding Ltd. (34.00%)

ZY NP Ltd. (26.41%)

52 周行情图 (Vs 恒生中国指数)



海底捞首发报告 20190808

国元国际研究部

姓名: 陈欣

SFC: BLO515

电话: 0755-21516057

Email: chenxin@gzyq.com.hk

投资要点

快速展店助业绩高速增长:

2019 年上半年, 公司新开门店 130 家, 全球门店网络从 2018 年底的 466 家增至 593 家 (去年同期为 341 家)。得益于快速展店, 公司收入同比增长 59.3% 至 116.95 亿元; 其中, 餐厅经营、外卖业务、调味品及食材的收入占比分别 96.9%/1.6%/1.5%, 分别获得 58.4%/40.9%/206.2% 的同比增长。期内, 因新增门店较多及加密影响, 平均翻台率 4.8 次/天, 与去年同期 4.9 次/天相若。客单价同比增长 4.09% 至 104.4 元。归股净利润 9.11 亿元, 同比增长 40.9%, 利润增速不及收入主要因新开餐厅的开办费用增加及受到 IFRS16 影响, 如果剔除该准则影响, 公司利润增速超过 50%。

同店稳步增长, 三线及以下城市表现亮眼:

从同店运营数据来看, 尽管公司快速展店, 同店翻台率仍然获得增长, 从 2018H1 的 5.0 次/天增至 2019H1 的 5.2 次/天。其中, 一线/二线/三线及以下城市/境外的同店翻台率分别为 5.1/5.3/5.1/4.3 次/天, 较去年同期分别增长 0/0.1/0.4/0.4 次/天。得益于同店翻台率的增加及客单价的提升, 同店销售额同比增长 4.7%。其中, 一线/二线/三线及以下城市/境外的同店销售额同比分别增长 3.3%/1.9%/12.5%/9.7%。

维持持有评级, 目标价 36 港元:

下半年是火锅消费旺季, 且今年上半年新开门店将逐步完成爬坡, 下半年利润将获得更快增速。截至上半年底, 公司拥有储备店长 800 名, 为公司的快速展店提供有力支撑。考虑到公司上半年的开店速度超出预期以及受到 IFRS16 政策的影响, 我们略调整原预测, 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.50/0.71/0.92 元, 给予目标价 36 港元, 对应 2020 年 44 倍 PE、1.25 倍 PEG, 维持持有评级。

百万人民币	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业额	10,637	16,969	28,320	39,160	49,361
同比增长 (%)	36.24%	59.53%	66.89%	38.28%	26.05%
毛利率	59.45%	59.13%	59.10%	59.10%	59.10%
净利润	1,028	1,646	2,657	3,771	4,858
同比增长 (%)	39.81%	60.16%	61.41%	41.93%	28.81%
净利润率	9.66%	9.70%	9.38%	9.63%	9.84%
每股盈利	0.21	0.33	0.50	0.71	0.92
PE@34.3HKD	140.8	91.5	60.2	42.4	32.9

表 1、行业相关公司估值及评级

公司	代码	股价	货币	市值 (亿元)	EPS				PEG 2020E	PE			
					2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
中国餐饮企业													
呷哺呷哺	520.HK	10.7	CNY	116	0.40	0.52	0.64	0.78	0.7	23.6	18.1	14.7	12.1
颐海国际	1579.HK	47.3	CNY	494	0.53	0.69	0.91	1.20	1.4	78.5	60.3	45.7	34.7
大家乐	341.HK	26.2	HKD	153	1.01	1.08	1.17	1.28	2.5	25.9	24.3	22.4	20.5
味千(中国)	538.HK	3.1	CNY	34	0.50	0.21	0.23	0.26	1.0	5.4	12.9	11.8	10.5
全聚德	002186.SZ	10.6	CNY	33	0.24	0.27	0.29	0.31	5.1	44.0	39.1	36.4	34.1
百盛中国	YUMC	45.2	USD	166	1.79	1.73	1.99	2.23	1.7	25.3	26.1	22.7	20.3
广州酒家	603043.SH	35.0	CNY	141	0.93	1.17	1.38	1.64	1.4	37.6	29.9	25.3	21.3
平均									2.0	34.3	30.1	25.6	21.9
美国餐饮企业													
星巴克	SBUX US	96.3	USD	1166	3.27	2.82	3.11	3.49	2.8	29.5	34.2	31.0	27.6
墨式烧烤	CMA.US	829.2	USD	230	6.31	13.05	18.24	21.37	1.6	131.4	63.5	45.5	38.8
麦当劳	MCD US	220.7	USD	1687	7.61	8.03	8.75	9.41	3.1	29.0	27.5	25.2	23.5
百胜餐饮	YUM US	116.1	USD	356	4.80	3.87	4.25	4.73	2.6	24.2	30.0	27.3	24.5
平均									2.5	53.5	38.8	32.2	28.6
海底捞	6862.HK	34.3	HKD	1711	0.33	0.50	0.71	0.92	1.20	91.5	60.2	42.4	32.9

资料来源: Bloomberg, Wind、国元国际,

风险提示

新店扩张不及预期。海底捞较高的估值水平基于市场对其增速及未来开店空间的高预期,如果开店速度不达预期,将会对公司业绩和估值水平造成较大影响。

成本大幅波动。原材料如牛羊肉的价格大幅上涨,会对公司的成本端造成压力。

食品安全问题。公司作为餐饮企业,食品安全问题是经营管理环节当中的重中之重。如有类似问题发生,将对客流和企业品牌造成重创。

竞争环境加剧。

损益表 (人民币 百万元, 财务年度截至 12 月)					财务分析						
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	10,637	16,969	28,320	39,160	49,361	盈利能力					
营业成本	-4,313	-6,935	-11,583	-16,016	-20,189	毛利率	59.5%	59.1%	59.1%	59.1%	59.1%
毛利	6,324	10,034	16,737	23,144	29,172	净利率	9.7%	9.72%	9.40%	9.65%	9.86%
其他收入	91	104	170	235	321	EBITDA	18.5%	17.3%	20.2%	20.2%	20.5%
员工成本	-3,120	-5,016	-8,496	-11,748	-14,808						
物业租金	-415	-685	-232	-321	-395	营运表现					
其他经营开支	-445	-661	-1,119	-1,547	-1,950	实际税率	26.5%	27.1%	27.1%	27.1%	27.1%
税前盈利	1,625	2,262	3,651	5,181	6,674	存货周转率	87.33	36.34	27.42	25.44	24.45
所得税	-431	-613	-989	-1,404	-1,809	资产周转率	3.28	2.16	1.74	1.75	1.82
净利润	1,194	1,649	2,661	3,777	4,866						
少数股东损益	166	3	4	6	8	偿债能力					
归股净利润	1028	1646	2657	3771	4858	资产负债率	70.8%	27.8%	47.8%	42.9%	41.2%
EPS	0.21	0.33	0.50	0.71	0.92	流动比率	0.56	1.74	1.51	1.66	1.83
DPS	0.00	0.07	0.10	0.14	0.18	速动比率	0.52	1.60	1.39	1.50	1.68
资产负债表					现金流量表						
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金	282	4,119	5,098	7,502	11,610	除税前利润	1,625	2,262	3,651	5,181	6,674
应收账款及票据	498	845	1,133	1,633	2,088	融资成本	9	31	101	121	140
存货	95	457	763	1,056	1,331	折旧与摊销	360	689	2,011	2,663	3,357
总流动资产	1,462	5,736	9,153	10,906	15,756	经营性现金流	1,400	2,388	5,495	6,967	8,910
固定资产	2,085	4,000	6,776	8,526	9,565						
无形资产	11	52	52	52	52	资本开支	-1,518	-2,612	-4,023	-3,825	-3,870
递延税项资产	53	92	92	92	92	其他投资活动	-47	-1,255	-28	39	62
总资产	3,736	11,945	20,608	24,154	30,095	投资性现金流	-1,565	-3,867	-4,051	-3,786	-3,808
其他应付款	2,102	2,166	4,403	4,391	5,911						
应付帐款	169	729	1,158	1,602	2,019	股本增加	0	7,536	0	0	0
短期银行贷款	348	410	484	571	674	长期负债增加	-2	-9	86	0	0
总流动负债	2,618	3,306	6,046	6,564	8,604	融资性现金流	105	7,272	-464	-777	-994
长期贷款	9	0	86	86	86						
其他非流动负债	17	9	3,713	3,713	3,713	现金变化	-60	5,793	979	2,404	4,108
总负债	2,645	3,315	9,844	10,362	12,403	期初持有现金	407	282	4,119	5,098	7,502
股东权益	1,091	8,630	10,763	13,792	17,692	期末持有现金	282	4,119	5,098	7,502	11,610

投资评级建议及免责条款

投资评级：

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-15%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元国际控股有限公司(以下统称“国元国际”)制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料,但国元国际及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用,不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前,应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求,并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果,国元国际及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期,国元国际可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元国际的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致,相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元国际没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下,国元国际可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此,投资者应当考虑到国元国际及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元国际所有,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。

国元国际控股有限公司
香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦22楼
电 话: (852) 3769 6888
传 真: (852) 3769 6999
服务热线: 400-888-1313
公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>