

公司整体表现依旧稳健，餐饮新赛道全面布局中

——海底捞 (6862.HK) 跟踪报告

海外公司动态

◆公司整体运营状况依旧稳健，新业态布局中

我们近期和公司进行了交流，并实地调研了海底捞在郑州和西安新开的两家面馆。根据交流和调研情况，我们了解到公司整体运营依旧稳健，同时前瞻性地开始全方位布局餐饮赛道。

◆门店加密中翻台率微降，但不影响整体方向

公司当前仍处于高速拓店阶段，预计全年开店将略超 300 家；部分区域由于门店加密较快，同店翻台率有所下降（例如一线城市中的北京、上海），但一线城市中密度较低的广州同店翻台率进一步提升。整体来看，公司运营情况依旧稳健。

◆原材料价格上涨影响可控，新品类推出有望提升 ASP

虽然今年以来包括猪、牛、鸡在内的肉类价格上涨剧烈，但海底捞在成本控制方面表现出色，肉类价格上涨对利润率的影响远小于肉价上涨的幅度。今年以来，公司对一些热门地区翻台率较高的门店酌情进行了提价，整体提价幅度为 3%-5%。同时，今年以来公司也推出了一些高品质单价较高的单品，这些菜品除了可以提供给消费者更多样化的选择，也增加了菜品组合的价格。酒水方面，公司对推出之后颇受好评的啤酒进行了调价价格从 9.9 元提价至 14 元，并推出了包括咖啡调和饮品在内的一系列创新饮品。

◆布局新业态，远期蓝图构建中

除火锅赛道外，海底捞开始全面布局餐饮行业。新业态的尝试主要分为体内孵化和体外收购两个部分。体内孵化的郑州和西安面馆相继开业，在蜀海的强供应链支撑下，面馆的客单价比市场低 20%-30%，充分做到好吃不贵；此外公司于 11 月 5 日公告拟收购[上海缘溯]、[Hao Noodle]和[上海好萃]，开始尝试进入偏高端的正餐赛道。

◆盈利预测与投资评级

我们维持 2019-2021 年分别净增加 300/235/235 家门店的预测，考虑到门店加密翻台率微降，下调 2019 年营业收入预测至 270.73 亿元，2020-2021 年营收预测分别为 380.96 和 477.36 亿元。考虑到原材料价格上涨压力，下调 2019 年净利预测至 23.83 亿元，2020-2021 年净利预测分别为 32.95 和 42.31 亿元，维持公司“买入”评级。

◆风险提示：港股市场近期调整风险较大，公司作为消费龙头有一定调整压力；开店速度不及预期；储备店长面临压力；食品安全问题；原材料上涨过快。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	10,637.17	16,969.10	27,072.87	38,095.52	47,736.19
营业收入增长率	36.2%	59.5%	59.5%	40.7%	25.3%
净利润 (百万元)	1027.85	1646.16	2383.44	3294.63	4231.47
净利润增长率	40%	60%	45%	38%	28%
EPS (人民币)	0.21	0.33	0.45	0.62	0.80
ROE (归属母公司) (摊薄)	109%	34%	25%	27%	28%
P/E	141.18	91.70	67.29	48.68	37.90

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,数据截止2019年11月14日,1HKD=0.89CNY

买入 (维持)

当前价/目标价: 34.00/34.30 港元

分析师

陈彦彤 (执业证书编号: S0930518070002)
021-52523689
chenyt@ebsecn.com

谢宁铃 (执业证书编号: S0930512060002)
021-52523873
xienl@ebsecn.com

秦波(执业证书编号: S0930514060003)
021-52523839
qinbo@ebsecn.com

市场数据

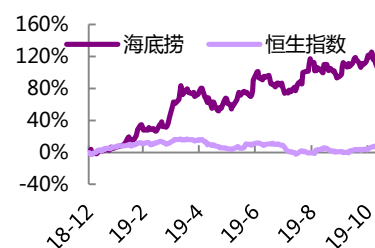
总股本(亿股): 53

总市值(亿港元): 1852

一年最低/最高(港元): 15.88/38.70

近3月换手率: 0.06%

股价表现(上市以来)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.0	16.0	105.4
绝对	-1.0	10.9	102.4

资料来源: Wind

1、公司整体运营状况依旧稳健，新业态布局中

我们近期和公司进行了交流，并实地调研了海底捞在郑州和西安新开的两家面馆。根据交流和调研情况，我们了解到公司整体运营情况稳健，同时前瞻性地开始全方位布局餐饮赛道：

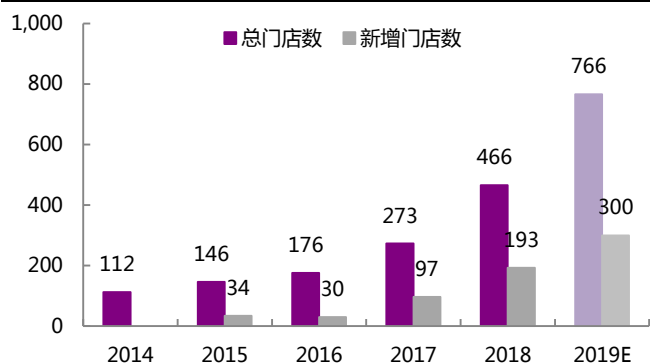
- 公司当前仍处于高速拓店阶段，预计全年开店将略超 300 家；部分区域由于门店加密较快，同店翻台率有所下降（例如一线城市中的北京、上海），但一线城市中密度较低的广州同店翻台率进一步提升。整体来看，公司运营情况依旧稳健。
- 客单价方面，2018 年公司开始推出区域化定价策略，今年以来，对一些热门地区翻台率较高的门店酌情进行了提价，整体提价幅度为 3%-5%。此外公司在新品类研发方面继续发力，从菜品和饮品两方面入手，菜品方面新增了一些高价格高品质单品，饮品方面继续创新，推出了咖啡调和饮品。此外，虽然今年以来肉价上涨剧烈，但公司显示出了非常强的成本控制能力，肉类价格上涨对利润率影响远小于价格上涨的幅度。
- 新业态的发展方面，除火锅赛道外，海底捞开始全面布局餐饮行业。新业态的尝试主要分为体内孵化和体外收购两个部分。体内孵化的郑州和西安面馆相继开业，在蜀海的强供应链支撑下，面馆的客单价比市场低 20%-30%，充分做到好吃不贵；此外公司于 11 月 5 日公告拟收购[上海缘澍]、[Hao Noodle]和[上海好萃]，开始尝试进入偏高端的正餐赛道。

2、门店加密中翻台率微降，但不影响整体方向

自 2017 年开始，拥有强组织架构、完善后端供应链支撑的海底捞开始进入高速拓店阶段。2019H1 公司新开门店 130 家超出市场预期，我们预计全年新开门店将略超 300 家达到 766 家门店（盈利预测暂维持 300 家预期）。

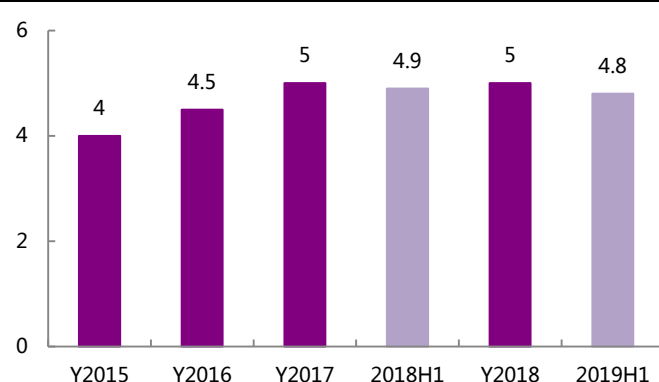
新增门店除了可以缓解排队时间过久的问题，亦可以改善顾客的整体就餐体验。但随着门店的不断加密，部分区域由于新开店速度较快，翻台率出现微降：从和公司的沟通情况看，19Q3 一线城市加密最快的上海，同店翻台率有所下降，但一线城市中布店密度较低的广州，同店翻台率继续增长。我们认为，区域门店加密带来的顾客分流导致翻台率微降属于正常现象。

图 1：2014 年以来海底捞的门店扩张情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

图 2：海底捞的整体翻台率变化情况



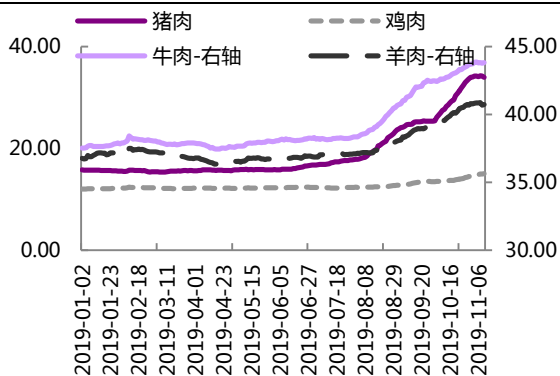
资料来源：公司公告

3、原材料价格上涨影响可控，新品类推出有望提升 ASP

虽然今年以来包括猪、牛、鸡在内的肉类价格上涨剧烈，但海底捞在成本控制方面表现出色，肉类价格上涨对利润率的影响远小于肉价上涨的幅度。

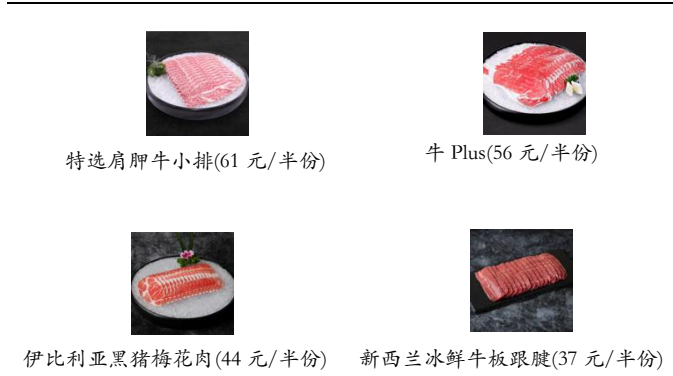
公司自 2018 年开始推出区域化定价策略，今年以来，公司对一些热门地区翻台率较高的门店酌情进行了提价，整体提价幅度为 3%-5%。当前海底捞各门店的菜单已经可以做到完全的“个性化”：除了针对不同地区的特色锅底以及菜品外，同一地区的不同门店菜单也有所差异，相较而言翻台率更高的门店菜品选择更丰富。同时，今年以来公司也推出了一些高品质单价较高的单品，这些菜品除了可以提供给消费者更多样化的选择，也有望增加菜品组合的价格。

图 3：今年以来肉价的上涨情况（36 个城市平均零售价）



资料来源：国家发改委，光大证券研究所，单位：元/公斤

图 4：部分新推出的价格较高单品



资料来源：海底捞 APP

图 5：海底捞门店推出的区域性锅底产品



资料来源：海底捞官网，光大证券研究所整理

酒水方面，公司对推出之后颇受好评的啤酒进行了调价，价格从 9.9 元提价至 14 元，口感更丰富的精酿啤酒也在推广中。除了啤酒外，海底捞推出了一系列创新饮品，比如上海部分门店开始提供的咖啡调和饮品。

图 6：海底捞推出的部分啤酒



深色拉格啤酒(14 元/份)



淡色艾尔 (18 元/份, 470mL; 8 元/份, 148mL)

资料来源：海底捞 app

图 7：海底捞新推出的咖啡调和饮品



香橙果咖 (16 元/份)



柠檬果咖 (16 元/份)

资料来源：海底捞 app

4、布局新业态，远期蓝图构建中

除火锅赛道外，海底捞开始全面布局餐饮行业。新业态的尝试主要分为体内孵化和体外收购两个部分。

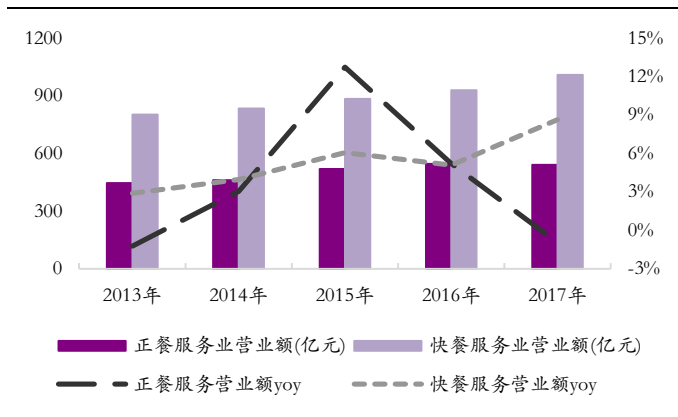
- 体内孵化的郑州[新秦派面馆]和西安[佰麸面馆]相继开业，在蜀海的强供应链支撑下，面馆的客单价比市场低 20%-30%，充分做到好吃不贵。
- 此外公司于 11 月 5 日公告拟收购[上海缘澍]、[Hao Noodle]和[上海好萃]，开始尝试进入偏高端的正餐赛道。

4.1、快餐赛道——供应链是秘密武器

今年 3 月 26 日海底捞宣布以 2.04 亿元全资收购优鼎优，自此公司开始正式进军包括快餐在内的其他餐饮业态。

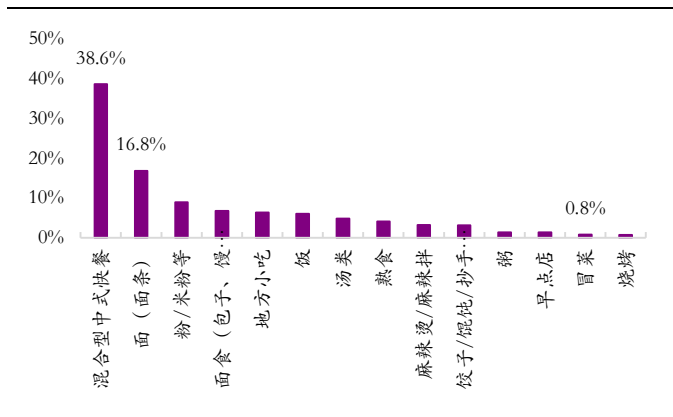
快餐和火锅都有高度标准化的特点，根据中国饭店业协会的统计，相较于正餐，快餐每平方米可以创造更多收入：2017 年快餐业态平均每平米营收 2.51 万元，是正餐的 2.5 倍。从门店数量看，2017 年面馆占比 16.8%，是非常受欢迎的快餐品类，海底捞旗下率先营业的西安[新秦派面馆]以及郑州[佰麸面馆]均属于这一品类。

图 8：2013-2017 年限额以上连锁餐饮企业营业收入及变动情况



资料来源：国家统计局

图 9：2017 年中式快餐细分品类门店数量占比



资料来源：辰智餐饮大数据

对于连锁快餐品牌而言，后端供应链是决定其能否取胜的关键。快餐巨头如百胜中国 (YUMC.N) 已经形成了自己的供应链闭环：包括原材料的采买、加工、冷链运输以及新品研发。

我们看好海底捞在快餐领域的尝试，因为其背后的蜀海为其提供了最强支撑：面、汤底、配菜的完全标准化可以控制每一碗面的品质，且极易操作；研发团队可以根据门店的需求快速研发出新品；整体较低的成本可以支撑门店比市场低 20%-30% 的售价。

图 10：西安“新秦派面馆”外观



资料来源：光大证券研究所

图 11：郑州“佰麸面馆”外观



资料来源：光大证券研究所

图 12: 新秦派部分菜单



资料来源: 光大证券研究所

图 13: 新秦派供应的干拌面



资料来源: 光大证券研究所

好吃、不贵、卫生且品质可控, 消费者对于快餐小店的要求莫过于此, 虽然快餐的体量小且刚刚起步。但是我们看好公司在当前时点开始布局的前瞻性, 并十分期待其在快餐赛道的发展。

4.2、正餐赛道——收购优质品牌, 输入管理理念

11月5日晚海底捞发布公告披露拟收购目标公司[上海缘澍]、[Hao Noodle]和[上海好萃]。公司通过收购的方式, 开始布局偏高端的正餐赛道。

海底捞起家于火锅, 这一业态本身非常亲民有烟火气, 和高端正餐之间有所不同, 但海底捞火锅和正餐在对极致服务的追求上是相通的。海底捞此次通过收购的方式并入优质高端正餐品牌, 并输入其卓越的管理运营能力, (我们在首次覆盖报告《一路向前的餐饮巨头——海底捞 (6862.HK) 投资价值分析报告》中有详细阐述) 有望通过布局高端餐饮, 进一步拓宽品牌赛道。

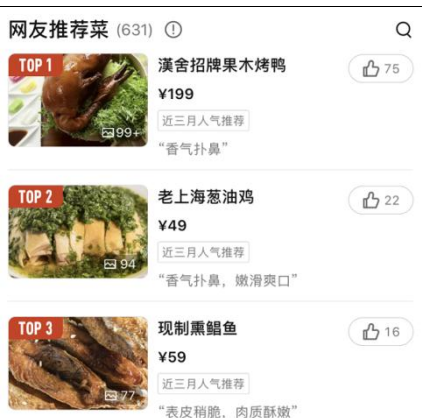
[上海缘澍]是一个具有 11 年历史的品牌, 在北京、上海和杭州以[汉舍中国菜]品牌经营九家餐厅, 大众点评显示客单价在 150-170 元左右, 整体评分四星半以上, 主打菜品是招牌果木烤鸭。

图 14: 上海一家汉舍中国菜馆价格及评分情况



资料来源: 大众点评

图 15: 大众点评网友推荐招牌菜品



资料来源: 大众点评

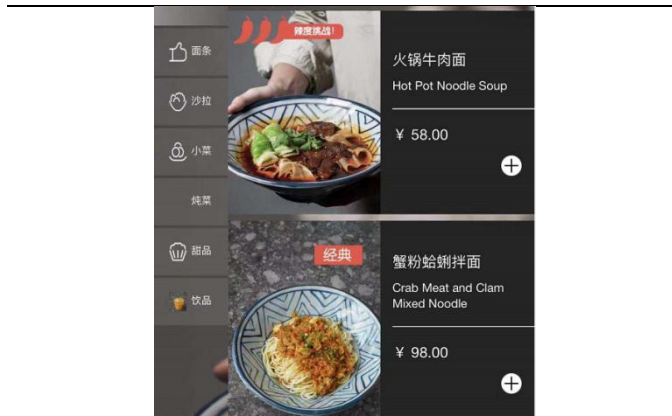
[Hao Noodle]源于纽约，并在上海开设了一家门店。大众点评显示美国[Hao Noodle]门店为黑珍珠一钻（对标米其林一星）餐厅，客单价 250RMB 左右，在上海开设的[Hao Noodle]客单价 71 元，评分四星半。

图 16: 纽约的 Hao Noodle 为黑珍珠一星餐厅



资料来源：大众点评

图 17: 上海 Hao Noodle 部分菜单



资料来源：餐厅菜单，光大证券研究所

我们看到海底捞的远期蓝图正在构建中：强大供应链的支撑下开始在体内孵化快餐业态，并通过收购的方式输出管理模式进军高端正餐。公司正在尝试不同的餐饮赛道，不断探索找出适合自己的方向。虽然这些尝试才刚刚开始，体量较小对整体业绩贡献有限，但我们看好公司在当下时点开始布局的选择，同时认为新业态虽需时间但值得期待。

5、盈利预测与投资评级

我们维持 2019-2021 年分别净增加 300/235/235 家门店的预测，考虑到门店加密翻台率微降，下调 2019 年营业收入预测至 270.73 亿元，2020-2021 年营收预测分别为 380.96 和 477.36 亿元。考虑到原材料价格上涨压力，下调 2019 年净利预测至 23.83 亿元，2020-2021 年净利预测分别为 32.95 和 42.31 亿元，维持公司“买入”评级。

6、风险提示：

- 1、港股市场近期调整风险较大，作为年初至今累计涨幅较多的消费龙头，公司亦面临一定的调整风险。
- 2、开店速度不及预期。对于处在高速增长阶段的海底捞而言，开店速度是最核心的影响变量。如果开店速度不及预期，则会对整体业绩产生较大影响
- 3、储备店长人才库面临压力。随着海底捞的迅速扩店，对于人才的需求也在增加。由于海底捞的店长人选基本都是从内部晋升，未来甄选合适人选的压力将进一步增加。
- 4、食品安全问题。随着海底捞规模的不断扩大，确保餐厅整体体验以及食品质量安全将更加困难。
- 5、原材料价格的上涨。海底捞使用的原材料，如牛羊肉价格如出现大幅上涨将给成本端带来较大的压力。

利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,637	16,969	27,073	38,096	47,736
原材料及易耗品成本	(4,313)	(6,935)	(11,200)	(15,760)	(19,748)
员工成本	(3,120)	(5,016)	(8,149)	(11,467)	(14,369)
物业租金总额	(415)	(685)	(230)	(400)	(549)
水电开支	(349)	(595)	(1,002)	(1,410)	(1,766)
折旧和摊销	(360)	(689)	(1,988)	(2,875)	(3,532)
差旅及相关开支	(120)	(159)	(200)	(206)	(186)
上市开支	0	(86)	0	0	0
其他开支	(445)	(661)	(1,055)	(1,465)	(1,812)
营业利润	1,607	2,248	3,249	4,513	5,774
除税前溢利	1,625	2,262	3,262	4,508	5,790
所得税开支	(431)	(613)	(874)	(1,208)	(1,552)
净利润	1,194	1,649	2,383	3,295	4,231
少数股东权益	(166)	(3)	(4)	(6)	(7)
归母净利润	1,028	1,646	2,388	3,300	4,238

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	3,736	11,945	20,511	25,473	30,600
非流动资产	2,274	6,209	13,833	16,851	18,579
物业、厂房及设备	2,085	4,000	6,518	8,342	9,164
使用权资产			5,374	6,467	7,286
无形资产	11	52	52	52	52
流动资产	1,462	5,736	6,678	8,622	12,021
存货	95	457	738	944	1,164
货物及其他应收款项及预付款	498	845	1,297	1,717	2,060
银行结余及现金	282	4,119	4,327	5,646	8,482
负债总额	2,645	3,315	9,839	12,000	13,579
流动负债	2,618	3,306	4,879	6,033	6,858
租赁负债			423	509	574
贸易应付款项	169	729	1,178	1,506	1,857
租赁负债			4,950	5,958	6,712
其他非流动负债	27	9	9	9	9
权益总额	1,091	8,630	10,672	13,473	17,021
本公司拥有人应占权益	1,089	8,625	10,663	13,458	16,999
非控股权益	2	5	9	14	21

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1400	2,388	4,396	6,233	7,676
净利润	1625	2262	3,262	4,508	5,790
折旧及摊销	360	689	1,988	2,875	3,532
合约负债增加	35	69	199	176	132
应付股息增加	0	128	0	0	0
已付所得税	(468)	(583)	(874)	(1,208)	(1,552)
投资活动产生现金流	(1565)	(3867)	(3,246)	(3,364)	(2,686)
银行存款所收利息	1	21	152	160	198
购买物业、厂房及设备	(1243)	(2512)	(3,647)	(3,403)	(2,770)
融资活动现金流	105	5339	(942)	(1,550)	(2,154)
股利支出		(461)	(345)	(500)	(690)
总现金流	(125)	3,837	209	1,319	2,836

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

)

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼