

审慎增持（维持）

6862.HK 海底捞

港股通（沪、深）

目标价：59 港元
现价：56.05 港元

下沉扩张保障内生增长，外延并购开拓新发展曲线

2020 年 09 月 22 日

预期升幅：5%

市场数据

日期	2020.09.22
收盘价(港元)	56.05
总股本(亿股)	53
总市值(亿港元)	2987
净资产(百万元)	8925
总资产(百万元)	23036
每股净资产(元)	1.68

数据来源: Wind

相关报告

海底捞(6862.HK)_深度报告:海底捞,不只是火锅_20181211

海底捞(6862.HK)_跟踪报告:强劲增长,餐饮生态化_20190329

海底捞(6862.HK)_跟踪报告:预计全年开店超300家,下半年利润增速更快_20190822

海底捞(6862.HK)FY19 前瞻:FY19 开店300家,现价对应21年PE不到30倍,估值安全边际逐步凸显_20200316

海外消费研究

分析师:宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

联系人:

周灵珮

zhoulingpei@xyzq.com.cn

SAC: S0190119070056

主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	26,556	30,400	51,951	66,060
同比增长	56.5%	14.5%	70.9%	27.2%
净利润(百万元)	2,345	1,023	4,541	6,036
同比增长	42.4%	-56.4%	343.7%	32.9%
毛利率	57.7%	56.5%	58.0%	58.0%
净利率	8.8%	3.4%	8.7%	9.1%
净资产收益率	24.4%	9.3%	35.1%	36.3%
每股收益(元)	0.44	0.19	0.86	1.14

数据来源: 公司财报、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **受疫情影响 20H1 收入-16.5%，外卖收入大幅增 123.7%。**20H1 营收 97.6 亿元，同比下降-16.5%。按业务看，餐厅业务营收同比-19.2%至 91.5 亿；调味品及食材销售业务+3.9%至 1.8 亿；外卖业务+123.7%至 4.1 亿。由于公司成本费用相对固定，在收入下降情况下，期内原材料成本/员工成本率同比+2.6pct/+10.5pct 至 44.5%/41.7%。公司期内归母净利润亏损 9.65 亿元。
- **门店扩张：20H1 净新开 167 家门店，一线/二线/三线及以下城市/内地以外地区净开店数占比为 22.7%/41.6%/28.6%/7.1%。**预计全年开店有望超 400 家(此前预计为 300 家)。**翻台率：**20H1 全年翻台率为 3.3 次/天，同比下降 1.5 次/天。新开餐厅/现有餐厅翻台率分别达 2.4/3.4 次/天。但预计截至 8 月，内地门店翻台率已恢复至约 4 次/天。**同店销售：**20H1 同店总数为 370 家。同店翻台率为 3.7 次/天，同比下降 1.1 次/天。值得注意的是，三线城市及以下市场恢复领先。20H1 同店平均日销售下降 21.1%至 9.8 万/天。**ASP：**各市场均上升，带动内地餐厅 ASP+7.6%至 108 元，内地以外 ASP 增 3%至 191 元。期内推出 91 款新品，包括虾滑、牛肉及高附加值的甜点饮品等。
- **收购汉舍及 Hao Noodles 拓宽赛道。**公司通过内部创业在北京、西安、成都、郑州等地试运营“十八余”、“新秦派”、“捞派有面儿”等多个面馆品牌。近期公司完成了汉舍及 Hao Noodles 的收购事宜，有望将其成熟的管理及供应链体系复制运用到中式正餐及快餐赛道。短期看，该业务仍处初期阶段，对公司业绩影响有限；长期看，如我们一直强调的“海底捞不止是火锅”，公司强大的后台支持及管理实力不止能运用于火锅赛道，更能复制到新的业态，协助公司由火锅巨头向餐饮巨头转型。此次收购便是公司在内生增长可期的情况下，进一步未雨绸缪、孵化新的发展曲线。
- **我们的观点：**海底捞期内维持快速扩张，超市场预期。公司大陆门店已全部恢复营业，截止 8 月底，同店表现已恢复逾 8 成。公司约 8 成新开门店在二三线及以下城市，跑通下沉市场，预计全年开店数超 400 家（年初指引为 300 家），扩张潜力依旧。疫情期间，公司亦大力优化供应链管理、推进门店智能化以提效，管理能力出众，在维持门店扩张时实现增质增效。我们预计公司 FY20-22 EPS 为 0.19/0.86/1.14 元，现价对应 21E EPS 为 57.6 倍。基于公司处内生长+外部扩张期，加上公司产品化、零售化提升变现能力，参考墨式烧烤及星巴克上市初的估值溢价，我们认为公司近年来 50-60 倍 PE 属合理。长期看，疫情或加速行业洗牌，相较于小型餐馆，连锁餐企在上下游议价、渠道控制、员工管理及资金方面均颇具优势，品牌效益日益加强。我国餐饮业集中度仍低，海底捞有望在摄取增量市场同时，整合现有市场，提升市占率，值得长期关注。升目标价至 59 港元，对应 21/22 年 PE 为 60.6/45.6 倍，维持审慎增持评级。

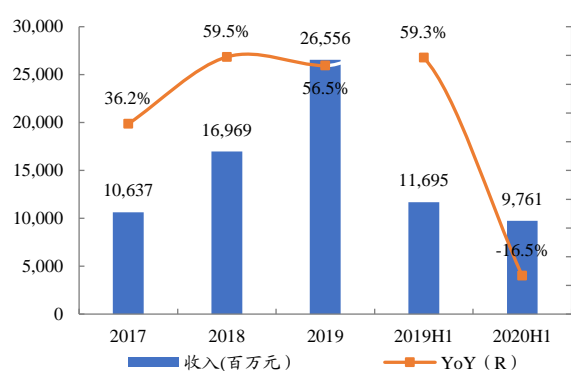
风险提示: 1、食品安全; 2、疫情反复; 3、竞争加剧; 4、单店回报降低; 5、开店逊预期

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

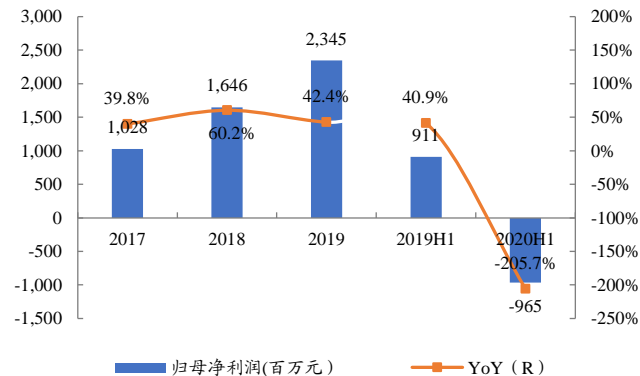
- **受疫情影响 20H1 收入-16.5%，外卖收入大幅增 123.7%。**受疫情影响，公司 2020H1 营收 97.6 亿元，同比下降 16.5%。按业务看，海底捞餐厅业务营收同比下降 19.2%至 91.5 亿，收入占比 93.7%；调味品及食材销售业务营收同比+3.9%至 1.8 亿，占比 1.9%；外卖业务同比大增 123.7%至 4.1 亿，占比 4.2%。由于公司成本费用相对固定，在收入下降情况下，期内原材料成本/员工成本率同比+2.6pct/+10.5pct 至 44.5%/41.7%；而由于公司根据门店收入百分比计算的可变动租金下降，期内物业租金及相关开支费用率维持稳定；折旧摊销费用同比增 56.2%，与 57.7%的门店扩张增速匹配。公司期内归母净利润亏损 9.65 亿元。

图 1、公司 20H1 收入同比下降 16.5%



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司 20H1 归母净利润转跌至亏损 9.65 亿元



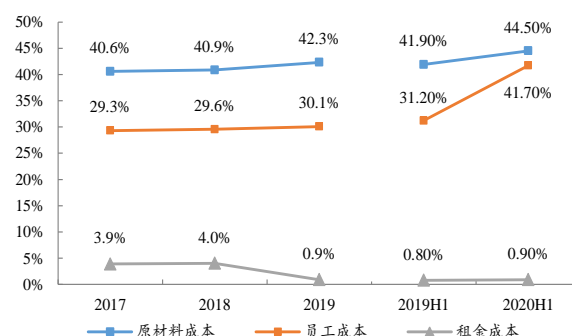
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、公司分部收入情况

(百万元)	2019	YOY	19H1	20H1	YOY
海底捞餐厅	25,589	55.2%	11,331	9,151	-19.2%
其他餐厅	21		5	12	152.0%
外卖	449	38.6%	183	410	123.7%
调味料食材	494	220.4%	175	182	3.9%
其他	3			6	
收入总额	26,556		11,695	9,761	-16.5%

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司成本费用结构



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

- **20H1 实际净开店 167 间，翻台率 3.3 次/天，同店翻台 3.7 次/天**

门店扩张：截至 2020 年 6 月 30 日海底捞全球共有 935 家门店，店面总数同比增长 57.7%。2020 上半年年新开门店 173 家门店，因租约到期等原因关闭了 6 家餐厅，净新开 167 家门店，较 19H1 的 127 家进一步提升。从开店分布上来看，一线/二线/三线及以下城市/内地以外地区净开店数占比为

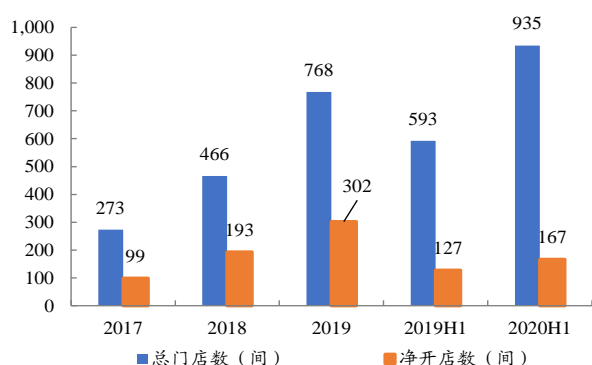
13.2%/34.1%/43.7%/9%，加速下沉。公司截止6月底签约数达414家门店，预计全年开店有望超400家（此前预计为300家）。

翻台率：20H1翻台率为3.3次/天，相较于19H1有1.5次/天的下降，主要原因受疫情影响门店客流减少。新开餐厅/现有餐厅翻台率分别达2.4/3.4次/天。但预计截至8月，内地门店翻台率已恢复至约4次/天。

同店销售：20H1同店总数为370家。同店翻台率为3.7次/天，同比下降1.1次/天，同店销售跌4成至49.45亿元。值得注意的是，三线城市及以下市场恢复领先，受疫情影响相对较小，同店翻台率仅下降1.1次/天。20H1同店平均日销售下降21.1%至9.8万/天。

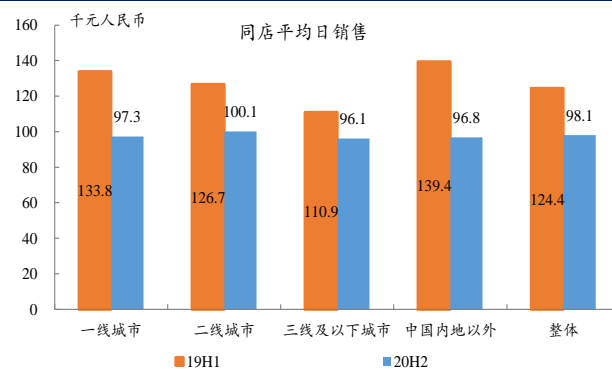
ASP：各市场均上升，一线/二线/三线及以下城市分别+7.4%/9.15%/+7.38%，带动内地餐厅ASP+7.6%至108元，内地以外ASP增3%至191元。公司期内推出91款新品，包括高单价的虾滑、牛肉及高附加值的甜点饮品等以推动ASP，公司期内总体ASP+8%至112.8元。

图4、公司20H1开店较19H1进一步提升



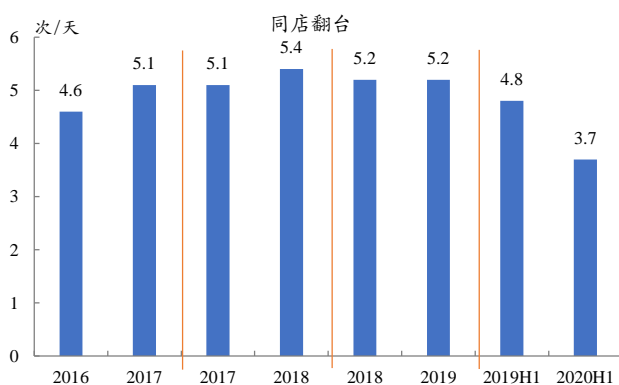
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、20H1同店平均日销售整体下降21.1%



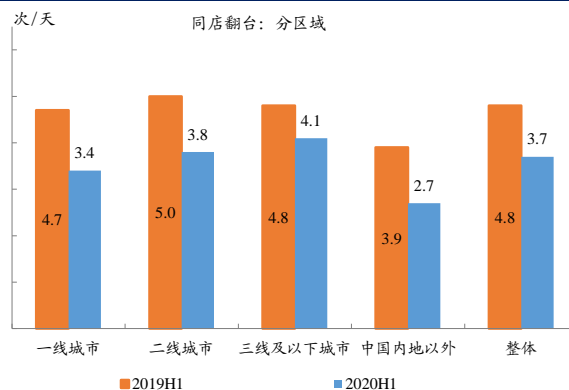
资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、20H1公司同店翻台下降至3.3次/天



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、低线城市同店翻台恢复领先



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

表 2、公司餐厅经营数据

	2017	2018	2019	19H1	20H1
总门店数-间	273	466	768	593	935
YoY	56.9%	70.7%	64.8%	73.9%	57.7%
ASP-元	98	101	105	104	112.8
YoY	3.4%	3.5%	4.1%	4.1%	8.5%
顾客量-百万	107	164	244	109	81.2
YoY	31.4%	53.5%	49.2%	51.8%	-25.5%
餐厅收入-亿	104	165	256	113	915
YoY	36.0%	58.8%	55.3%	58.4%	-19.2%

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、整体翻台率 3.3 次/天，低线城市领先恢复

(次/天)	2017	2018	2019	2019H1	2020H1
一线城市	4.8	5.1	4.7	4.8	3.0
二线城市	5.2	5.3	4.9	5.0	3.5
三线及以下	4.7	4.8	4.7	4.7	3.6
中国内地	5.0	5.1	4.8	4.8	3.4
内地以外	4.4	3.8	4.1	3.9	2.6
整体	5.0	5.0	4.8	4.8	3.3
新开餐厅	4.6	4.5	4.1	3.9	2.4
现有餐厅	5.1	5.2	4.9	4.9	3.4

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

- 收购汉舍及 Hao Noodles 拓宽赛道。**公司通过内部创业在北京、西安、成都、郑州等地试运营“十八余”、“新秦派”、“捞派有面儿”等多个面馆品牌。近期公司完成了汉舍及 Hao Noodles 的收购事宜，有望将其成熟的管理及供应链体系复制运用到中式正餐及快餐赛道。短期看，该业务仍处初期阶段，对公司业绩影响有限；长期看，如我们一直强调的“海底捞不止是火锅”，公司强大的后台支持及管理实力不止能运用于火锅赛道，更能复制到新的业态，协助公司由火锅巨头向餐饮巨头转型。此次收购便是公司在内生增长可期的情况下，进一步未雨绸缪、孵化新的发展曲线。
- 我们的观点：**公司大陆门店已全部恢复营业，截止 8 月底，公司同店表现已恢复逾 8 成，翻台率约 4 次/天。20H1 尽管行业整体承压，公司仍逆势扩张，把握了更多开店点位，期内净开店 167 家，其中约 8 成在二三线及以下城市，公司经营逐步跑通下沉市场，开店空间仍可期。预计全年开店数可超 400 家（2020 年年初指引为 300 家），扩张潜力依旧。疫情期间，公司亦大力优化供应链管理、推进门店智能化以提效，管理能力出众，在维持门店扩张的同时实现增质增效。

我们预计公司 FY20-22 EPS 为 0.19/0.86/1.14 元，公司现价对应 21E EPS 为 57.6 倍。基于公司仍处内生成长期+外部扩张初期，加上公司产品化、零售化提升变现能力，参考墨式烧烤及星巴克上市初的估值溢价，我们认为公司近年来 50 至 60 倍的 PE 估值属合理；长期看，我们认为疫情会加速行业洗牌，相较于小型餐馆，连锁餐企在上下游议价、渠道控制、员工管理及资金方面均颇具优势，品牌效益会日益加强。我国餐饮业集中度仍低，海底捞有望在摄取增量市场同时，亦整合现有市场，提升市占率，值得长期关注。升目标价至 59 港元，对应 21/22 年 PE 为 60.6/45.6 倍，维持审慎增持评级。

- 风险提示：**1、食品安全；2、疫情反复；3、竞争加剧；4、单店回报降低；5、开店逊预期

海外跟踪报告(评级)
附表
资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7,200	6,840	10,327	16,332
存货	1,200	1,246	2,021	2,613
应收账款及票据	1,616	1,773	2,999	3,838
应收关联方款项	301	439	720	903
按公允价值计入损益的金融资产	-	-	-	-
其他金融资产	-	-	-	-
已抵押银行存款	58	58	58	58
存放金融机构的存款	1,804	1,804	1,804	1,804
银行结余及现金	2,222	1,520	2,725	7,115
非流动资产	8,511	11,528	13,416	14,578
物业、厂房及设备	7,690	10,665	12,382	13,300
无形资产	112	36	28	20
于联营公司之权益	169	290	470	723
于合营公司之权益	57	53	52	52
递延税项资产	170	170	170	170
租金按金	269	269	269	269
存款于金融机构的存款	-	-	-	-
可供出售投资	44	44	44	44
资产总计	20,614	24,900	31,558	40,848
流动负债	9,807	13,461	16,936	21,994
贸易应付款项	1,406	1,515	2,502	3,210
其他应付款项	1,277	1,531	2,555	3,235
应付关联方款项	1,072	1,261	2,081	2,646
应付股息	4	-	-	-
应付税项	224	224	224	224
借款	122	693	-	-
递延收入	503	653	846	1,099
非流动负债	181	96	96	96
递延税项负债	47	47	47	47
长期借款	85	-	-	-
拨备	49	49	49	49
负债合计	9,988	13,557	17,032	22,090
股本	0	0	0	0
储备	10,623	11,339	14,518	18,743
少数股东权益	3	4	8	14
股东权益合计	10,626	11,343	14,526	18,757
负债及权益合计	20,614	24,900	31,558	40,848

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	2,347	1,024	4,545	6,042
财务净费用	93	303	192	256
折旧及摊销	1,891	2,812	3,935	4,771
(非经常性或非经营性损益)	-95	-95	-95	-95
营运流动资金减少(增加)	-145	207	547	340
长期经营性负债增加	87	-	-	-
经营活动产生现金流量	4,580	4,252	9,125	11,314
投资活动产生现金流量	-5,026	-5,666	-4,835	-4,857
融资活动产生现金流量	-1,490	-124	-3,084	-2,067
现金净变动	-1,936	-1,538	1,205	4,390
现金的期初余额	4,119	2,222	1,520	2,725
现金的期末余额	2,222	684	2,725	7,115

利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	26,556	30,400	51,951	66,060
营业成本	11,239	13,224	21,819	27,745
毛利	15,317	17,176	30,132	38,315
其他收入	263	336	218	242
折旧及摊销	1,891	2,812	3,935	4,771
员工成本	7,993	10,348	15,793	20,082
物业租金及相关开支	240	304	462	588
水电开支	912	1,064	1,766	2,246
差旅及相关开支	220	243	390	462
其他开支	1,000	1,307	1,766	2,114
营业利润	3,324	1,434	6,237	8,293
财务费用	-237	-365	-260	-330
权益性投资损益	65	116	179	253
其他收益及亏损	95	95	95	95
利润总额	3,247	1,280	6,252	8,311
所得税	900	256	1,707	2,269
净利润	2,347	1,024	4,545	6,042
少数股东损益	2	1	4	6
归属母公司净利润	2,345	1,023	4,541	6,036
EPS(元)	0.44	0.19	0.86	1.14

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	56.5%	14.5%	70.9%	27.2%
营业利润增长率	47.9%	-56.9%	335.1%	33.0%
净利润增长率	42.4%	-56.4%	343.7%	32.9%
盈利能力(%)				
毛利率	57.7%	56.5%	58.0%	58.0%
净利率	8.8%	3.4%	8.7%	9.1%
ROE	24.4%	9.3%	35.1%	36.3%
偿债能力(%)				
资产负债率	48.5%	54.4%	54.0%	54.1%
流动比率	1.27	0.88	1.02	1.22
速动比率	1.06	0.72	0.82	1.03
营运能力(次)				
资产周转率	1.63	1.34	1.84	1.82
存货周转率	13.57	10.82	13.36	11.97
每股资料(元)				
每股收益	0.44	0.19	0.86	1.14
每股经营现金	0.86	0.80	1.72	2.13
每股净资产	2.00	2.14	2.74	3.54
估值比率(倍)				
PE	111.49	255.47	57.57	43.31
PB	24.61	23.05	18.01	13.95

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。分析中所做的回报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。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。