

# 海底捞 (6862 HK)

## 疫情影响今年业绩，中长线开店目标不改

海底捞 2019 年营收 265.6 亿元人民币（下同），同比增长 56.5%，较我们的预期低 3.3%；归母净利润 23.4 亿元，同比增长 42.4%，低于我们的预期 16%。2019 年海底捞共新增 302 家门店，略高于我们预期的 297 家，全年整体翻台率仍维持在 4.8 的超高水平。今年餐厅经营严重受疫情影响，但管理层并没有调低开店指引，今年以来已经签约 303 间门店，已入场装修的有 93 家，中长期开店目标没有变。由于今年国内及海外餐厅停业时间较长，我们调低 2020 年营收及盈利预测。待疫情结束后，相信海底捞将恢复高增长。处于旺盛生命周期的海底捞，目前 PEG 估值 1.43 倍，与美国成熟连锁餐饮巨头麦当劳、星巴克 2.5 倍以上 PEG 比仍有估值提升空间。我们给予 1.7 倍 PEG 估值，目标价 30.63 港币，维持增持评级。

### 2019 年业绩不及预期，受疫情影响调低 2020 年营收及盈利预期

海底捞 2019 年业绩海底捞 2019 年营收 265.6 亿元人民币（下同），同比增长 56.5%，较我们的预期低 3.3%；2019 年下半年营收 148.7 亿元，同比增长 54.4%，增速较上半年的 59.32% 略有放缓。归母净利润 23.4 亿元，同比增长 42.4%，低于我们的预期 16%。2020 年受疫情影响严重，调低今年营收及盈利预测。因应新型冠状病毒疫情，2020 年 1 月底开始中国内地的海底捞餐厅暂停营业，3 月 12 日，公司位于 15 个城市的首批 85 家门店恢复营业，提供堂食。餐饮业受疫情影响严重，我们下调 2020 年的营收及盈利预测。

### 今年新开店指引并没有调低，仍处于高速扩张期

2019 年海底捞新开店 302 家，略高于我们预期的 297 家。截至 2019 年 12 月 31 日止，集团共有 768 间餐厅。高速扩张下，海底捞餐厅整体翻台率仍维持在 4.8 的超高水平。其中，新开餐厅翻台率 4.1，现有餐厅翻台率 4.9。2020 年公司已经签约已签约 303 间店，装修我们大概是 100 天，已经进场装修的是 93 个。如无意外，已签约店都会在今年开出来。我们预计 2020-2022 年集团新开店分别 275/295/275 间。

### 估值与投资建议

如果以静态 PE 看，海底捞的估值远高于可比同行，但如果以 PEG 来估算的话，我们看到海外连锁餐饮巨头星巴克、麦当劳的 2019 年预测 PE 对应未来两年预测盈利年复合增速的 PEG 都在 2.5 倍以上，海底捞仅 1.43 倍，我们预计海底捞未来两年 EPS 年复合增速 43.7%，给予 1.7 倍 PEG 完全合理，对应目标价为 36.3hkd，对应 2020 年 3 月 27 日收盘价 30.5 元港币有 18.9% 的上升潜力，我们维持增持评级。

表 1: 盈利预测

截至 Dec31 (人民币百万)	FY18A	FY19A	FY20F	FY21F	FY22F
营业额	16,997	26,619	30,102	50,924	66,189
经营利润	2,257	3,124	2,408	6,620	8,605
净利润	1,646	2,344	1,836	4,807	6,286
每股实际盈利 (RMB)	0.33	0.44	0.35	0.91	1.19
每股股息 (RMB)	0.12	0.07	0.07	0.18	0.24
市盈率 (x)	82.53	61.58	78.63	30.03	22.96
每股实际盈利增长 (%)	n.a.	34.0	(21.7)	161.9	30.8

资料来源：公司数据（行情数据截至 2020-03-27 收盘），国信证券（香港）研究部

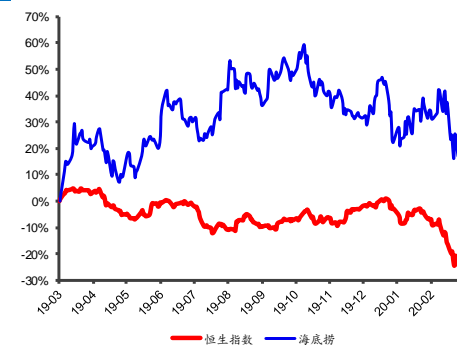
中国 消费餐饮服务

2020 年 03 月 27 日 增持（维持）

目标价	HKD36.3 (调降)
上次评级/目标价	增持/38.2-40.6
收盘价 (27 Mar 20)	HKD30.5
上行/下行空间 (%)	18.9%
恒生指数	23484.28
总市值 (亿 HKD)	1768
52 周最高 (HKD)	39
52 周最低 (HKD)	23.5
近 3 个月日均成交量 (千股)	9913.84

资料来源：Wind，国信证券（香港）研究部

### 股价表现



资料来源：Wind（截至 2020-03-27 收盘），国信证券（香港）研究部

股票数据	1M	3M	12M
绝对回报	-6.44%	-4.54%	30.62%
相对 HSI 回报	5.86%	12.26%	48.87%

资料来源：Wind（截至 2020-03-27 收盘），国信证券（香港）研究部

### 公司简介

海底捞是全球领先、快速增长的中式餐饮品牌，主打火锅品类。公司认为，海底捞品牌在中式餐饮行业已经形成一种独特的文化现象，成为极致服务体验和就餐体验的代名词。公司获得成功的理论基础在于“连住利益，锁住管理”的管理理念。遵循此理念，员工与公司的利益高度统一，充分激发由下至上的增长活力，而公司的锁住管理体系性地确保了战略方向并控制了食品安全及其他风险。公司已将此理念应用于公司在国内及海外的餐厅，促使公司努力进行全球扩张。

资料来源：公司资料，国信证券（香港）研究部

### 杨晓琴

证监会中央编号：BBR309  
 +852 2899 6772  
 Vivian.yang@guosen.com.hk

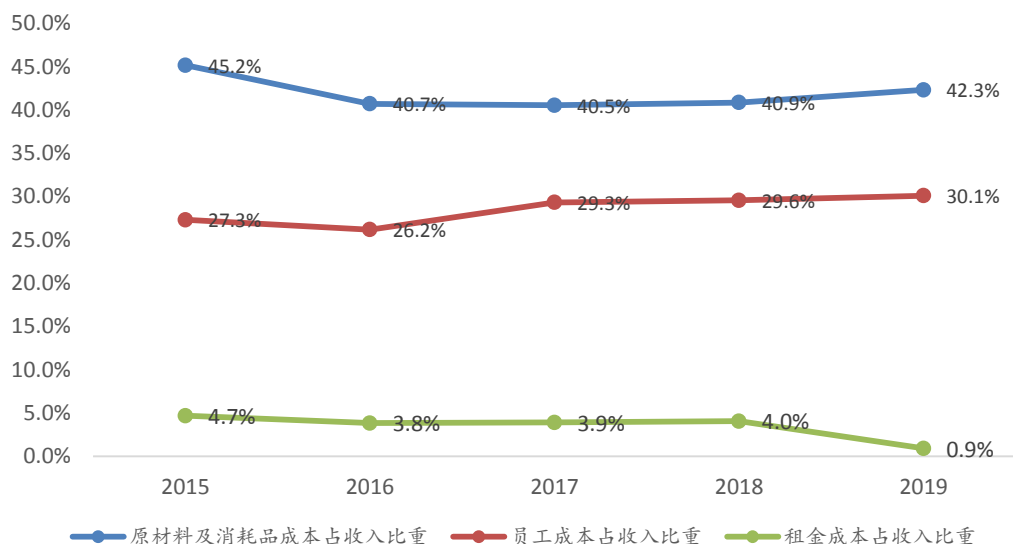
## 报告正文

### 2019 年业绩不及预期, 受疫情影响我们调低 2020 年营收及盈利预期

海底捞 2019 年业绩海底捞 2019 年营收 265.6 亿元人民币 (下同), 同比增长 56.5%, 较我们的预期低 3.3%; 2019 年下半年营收 148.7 亿元, 同比增长 54.4%, 增速较上半年的 59.32% 略有放缓。归母净利润 23.4 亿元, 同比增长 42.4%, 低于我们的预期 16%。主要由于: 1) 原材料上涨, 毛利率由 2018 年的 59.1% 降至 2019 年的 57.7%, 2) 及人工成本上升, 员工占收入百分比由 2018 年的 29.6% 上升至 30.1%; 3) 财务成本同比增长 658.2% 至 2.37 亿元, 因为采用国际财务报告准则第 16 号导致利息费用增加。

租金及相关开支占收入比重从 2018 年的 4% 下降到 0.9%, 主要由于首次营收 IFRS16 号, 租赁合同相关的租金开支录于折旧及摊销项下。

图 1 2019 年海底捞原材料及员工成本占比有所上升



数据源: 公司公告, 国信证券 (香港) 研究部

表 2 海底捞餐厅经营数据

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>顾客人均消费 (RMB)</b>					
一线城市	93.2	95.3	98.3	106.1	110.1
二线城市	86.1	88.5	92.6	94.8	99.4
三线及以下城市	89.8	92.8	94.5	92.1	94.9
中国内地餐厅	89.2	91.4	94.6	96.9	100.9
中国内地以外	215.2	215.4	179.6	199.3	185.3
整体	91.8	94.5	97.7	101.1	105.2
<b>翻台率 (次/天)</b>					
一线城市	3.9	4.3	4.8	5.1	4.7
二线城市	4.1	4.8	5.2	5.3	4.9
三线及以下城市	3.5	4.3	4.7	4.8	4.7
中国内地餐厅	4	4.5	5	5.1	4.8
中国内地以外	4.4	4.5	5	3.8	4.1

研究报告仅代表分析员个人观点, 请务必阅读正文之后的免责声明。

注: 以上数据均来自官方披露、公司资料, 国信证券 (香港) 研究部整理

整体	4	4.5	5	5	4.8
<b>新餐厅及现有餐厅翻台率(次/天)</b>					
新开餐厅	4.1	4.8	4.6	4.5	3.9
现有餐厅	4	4.5	5.1	5.2	4.9

资料来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

2020 年受疫情影响严重，调低今年营收及盈利预测。因应新型冠状病毒疫情，2020 年 1 月底开始中国内地的海底捞餐厅暂停营业，3 月 12 日，公司位于 15 个城市的首批 85 家门店恢复营业，提供堂食。餐饮业受疫情影响严重，目前国内疫情虽然已经得到良好控制，但海外疫情还未过高峰期，防输入的压力很大，海底捞门店全面恢复正常营业的时间还未知，基于此，我们下调 2020 年的营收及盈利预测。

同时，公司在疫情期间外卖业务收入增长较快，公司也推出半成品，目前有 12 个半成品菜品，品类也在增加中，日均收入几十万，现在只在北京天津推广，公司主要是为了提高客户满意度和粘性，并不是出于增加收入的考虑，目前体量还非常小，未来如何发展还有待观察。

### 今年新开店指引并没有调低，仍处于高速扩张期

2019 年海底捞新开店 302 家，略高于我们预期的 297 家。截至 2019 年 12 月 31 日止，集团共有 768 间餐厅。高速扩张下，海底捞餐厅整体翻台率仍维持在 4.8 的超高水平。其中，新开餐厅翻台率 4.1，现有餐厅翻台率 4.9。2020 年公司已经签约已签约 303 间店，其中由 93 间已经进场装修，装修周期约 100 天。如无意外，已签约店都会在今年开出来。目前海底捞的储备店长已经由 1300 余人，完全可以支持高速拓店规划。我们预计 2020-2022 年集团新开店分别 275/295/275 间。

表 3 海底捞新开餐厅

	2016	2017	2018	2019H1	2019H2
一线城市	5	10	41	40	44
二线城市	12	37	87	50	75
三线及以下	11	40	48	30	47
中国内地以外	2	10	17	7	9
合计	30	97	193	127	175

数据源：公司公告，国信证券（香港）研究部

关于同店销售增长率明显放缓，管理层给出解释：2019 年同店数量 233 家，2018 年的同店数量只有 145 家，构成也不同，二线和三线城市在 2019 年大幅增加。

## 公司研究

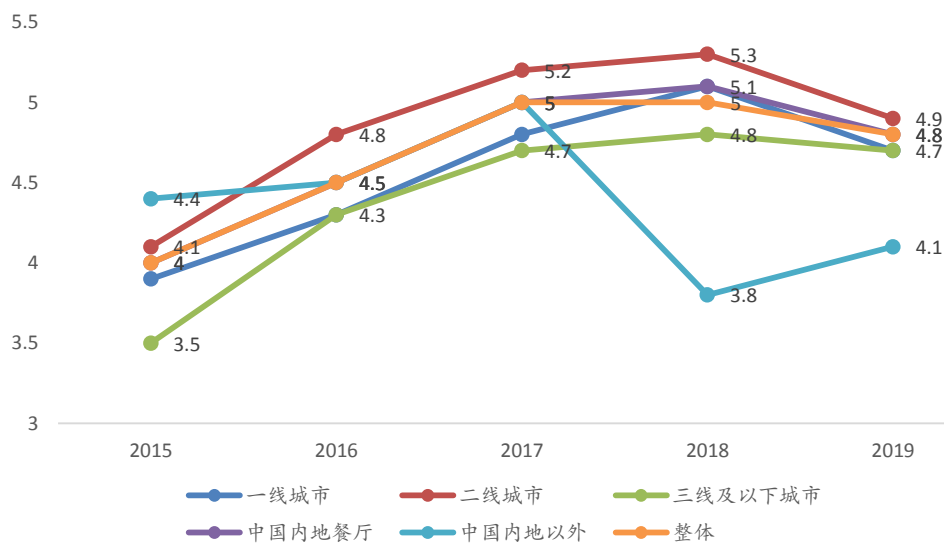
海底捞 (6862.HK)：疫情影响今年业绩，中长线开店目标不改

表 4 海底捞同店销售增长率明显放缓

	2015	2016	2016	2017	2017	2018	2018	2019
<b>同店数量</b>								
一线城市		42		39		39		49
二线城市		49		63		71		110
三线及以下城市		7		17		26		57
中国内地以外		4		7		9		17
<b>整体</b>		<b>102</b>		<b>125</b>		<b>145</b>		<b>233</b>
<b>同店销售增长率</b>								
一线城市		10.9%		12.7%		11.7%		-0.2%
二线城市		16.6%		14.5%		4.3%		-1.9%
三线及以下城市		12.2%		16.3%		10.6%		8.3%
中国内地以外		19.6%		12.8%		-8.5%		11.9%
<b>整体</b>		<b>14.1%</b>		<b>14.0%</b>		<b>6.2%</b>		<b>1.6%</b>

数据源：公司公告，国信证券（香港）研究部

图 2 海底捞翻台率维持在超高水平



数据源：公司公告，国信证券（香港）研究部

### 盈利预测与估值

我们预计海底捞 2020-2022 年收入增速分别为 13.4%/69.2%/30%；其中餐厅运营收入增速分别为 11.7%/69.4%/28.5%；外卖和销售调味品及食材收入基数尚小，我们预计未来几年收入增速较餐厅收入快。

表 5 海底捞分部收入预测

单位: 百万RMB	2017 A	2018 A	2019 A	2020 E	2021 E	2022 E
海底捞餐厅经营收入	10388	16491	25589	28581	48430	62197
YOY	36.0%	58.8%	55.2%	11.7%	69.4%	28.4%
占比	97.7%	97.2%	96.4%	94.9%	95.1%	94.0%
其他餐厅经营收入	na	na	21	32	51	81
YOY	na	na	na	50.0%	60.0%	60.0%
占比			0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
外卖收入	219	324	449	719	1057	1554
YOY	50.0%	47.9%	38.4%	60.4%	47.0%	47.0%
占比	2.1%	1.9%	1.7%	2.4%	2.1%	2.3%
销售调味品及食材收入	30	154	494	770	1386	2356
YOY	15.4%	413.3%	221.1%	55.7%	80.0%	70.0%
占比	0.3%	0.9%	1.9%	2.6%	2.7%	3.6%
<b>总收入</b>	<b>10637</b>	<b>16969</b>	<b>26553</b>	<b>30102</b>	<b>50924</b>	<b>66189</b>
YOY	36.2%	59.5%	56.5%	13.4%	69.2%	30.0%

资料来源: 公司公告, 国信证券(香港) 研究部

表 6 海底捞盈利预测

	ccy	u	2018 FY	2019 FY	2020 FY	2021 FY	2022 FY
Revenues	CNY	m	16969	26556	30102	50924	66189
COGS	CNY	m	-6935	-11239	-12643	-20879	-27137
SG&A	CNY	m	-7805	-12256	-15051	-23425	-30447
Other operating income (expense)	CNY	m	28	63	0	0	0
Subtotal	CNY	m	2257	3124	2408	6620	8605
EBIT	CNY	m	2257	3124	2408	6620	8605
Equity earnings (losses)	CNY	m	28	65	65	65	65
Interest & investment income	CNY	m	38	143	67	-67	-18
Interest expense	CNY	m	-31	-237	-22	-30	-38
Other non-operating income (expense)	CNY	m	7.000	91	0	0	0
NON-recurring profit and loss items	CNY	m	-37	60	0	0	0
Earnings before taxes	CNY	m	2262	3246	2517	6587	8613
Income taxes	CNY	m	-613	-900	-680	-1779	-2326
Minority interest	CNY	m	-3	-2	-2	-2	-2
Earnings before extra-ordinary items	CNY	m	1646	2344	1836	4807	6286
Net income (loss)	CNY	m	1646	2344	1836	4807	6286
EPS - Split Adjusted	CNY	units	0.330	0.442	0.346	0.907	1.186
Shares outstanding - Weighted Average - Split Adjusted		thd	4988290	5300293	5300293	5300293	5300293

资料来源: 公司公告, 国信证券(香港) 研究部

如果以静态 PE 看，海底捞的估值远高于可比同行，但如果以 PEG 来估算的话，我们看到海外连锁餐饮巨头星巴克、麦当劳的 2019 年预测 PE 对应未来两年预测盈利年复合增速的 PEG 都在 2.5 倍以上，海底捞仅 1.43 倍，我们预计海底捞未来两年 EPS 年复合增速 43.7%，给予 1.7 倍 PEG 完全合理，对应目标价为 36.3hkd，对应 2020 年 3 月 27 日收盘价 30.5 元港币有 18.9% 的上升潜力，我们维持增持评级。

表 7 海底捞与同行估值比较

		最新收盘价 (总市值 (亿港元))		EPS (财报原始币种)			PE			CAGR	PEG
		原始币种)	D)	19E	20E	21E	19E	20E	21E		
0052.HK	大快活	15.00	19.43	1.42	1.70	1.18	10.56	8.82	12.71	-8.84%	-1.19
0341.HK	大家乐集团	13.40	78.48	1.06	0.86	0.97	12.64	15.58	13.81	-4.34%	-2.91
0520.HK	呷哺呷哺	6.12	66.19	0.43	0.54	0.65	14.23	11.33	9.42	22.95%	0.62
0538.HK	味千(中国)	1.90	20.74	0.18	0.19	0.26	9.42	8.93	6.52	20.19%	0.47
6811.HK	太兴集团	0.90	9.00	0.16	0.21	0.25	5.63	4.29	3.60	25.00%	0.23
6862.HK	海底捞	30.50	1,616.50	0.44	0.35	0.91	61.58	78.63	30.04	43.17%	1.43
1181.HK	唐宫中国	0.79	8.50	0.13	0.15	na	5.43	4.70	n.a.	15.38%	0.35
MCD.N	麦当劳	164.01	9,478.81	7.88	8.49	9.09	20.81	19.32	18.04	7.40%	2.81
SBUX.O	星巴克	66.34	6,036.70	2.92	3.05	3.45	22.72	21.75	19.23	8.70%	2.61
YUM.N	百胜餐饮	68.53	1,598.30	3.73	4.16	4.63	18.37	16.47	14.80	11.41%	1.61
<b>平均</b>								18.98	14.24		0.60

资料来源：Bloomberg (行情截至 2020-03-27 收盘)，国信证券 (香港) 研究部

注：1. 海底捞 EPS 采用国信证券 (香港) 研究部预测数据，其他采用彭博一致预期；

2. 大快活及大家乐集团 2019 财年截至 2019-03-31；星巴克 2019 财年截至 2019-09-29；

3. 按照 1 元人民币=1.12 元港币换算

### 风险提示

- 1) **食品安全风险**：如果门店出现食品安全事故，将会严重损害品牌形象
- 2) **成本上升风险**：面临猪肉等原材料价格上涨风险
- 3) **竞争风险**：餐饮行业竞争激烈，进入门槛低，且大众口味转变快
- 4) **新型冠状病毒疫情对餐厅经营时间影响较预期长**

## Information Disclosures

### Stock ratings, sector ratings and related definitions

#### Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

<b>Buy</b>	Relative Performance > 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
<b>Accumulate</b>	Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
<b>Neutral</b>	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
<b>Reduce</b>	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
<b>Sell</b>	Relative Performance < -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

#### Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

<b>Outperform</b>	Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
<b>Neutral</b>	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
<b>Underperform</b>	Relative Performance < -5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

### Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

### Disclaimers

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

## 公司研究

海底捞 (6862.HK)：疫情影响今年业绩，中长线开店目标不改



### 信息披露

#### 公司评级、行业评级及相关定义

#### 公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

买入	相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。

#### 行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

跑赢大市	相对表现超过 5%，或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。

#### 利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

#### 免责条款

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体