

2020年11月29日

证券分析师 汤军

执业证号: S0600517050001
021-60199793

tangji@dwzq.com.cn
研究助理 樊荣

fanr@dwzq.com.cn

岁寒识春意，温鼎腾腾起 买入（上调）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	26,556	29,643	57,814	83,027
同比(%)	56.49%	11.62%	95.04%	43.61%
归母净利润(百万元)	2,345	945	5,328	7,535
同比(%)	42.44%	-59.70%	463.77%	41.44%
每股收益(元/股)	0.44	0.18	1.01	1.42
P/E(倍)	99	246	44	31

投资要点

■ 疫情“新常态”下餐饮复苏，连锁龙头逆势扩张。

- **餐饮景气低谷已过，环比复苏持续。**自20年4月以来，餐饮行业收入累计同比降幅持续收窄，前10月累计餐饮收入达2.96万亿，单10月餐饮收入4372亿元(+0.8%，增速环比+3.7pct)，10月餐饮增速首次转正，行业景气度持续提升。疫后连锁餐饮有望继续加速布局，品牌化、连锁化率将进一步提升。
- **龙头逆势扩张超预期，业绩加速释放。**受疫情影响非连锁中小餐饮企业加速出清，行业分化进一步加剧，火锅龙头海底捞扩张加速：
1) 门店扩张有超预期：预计前三季新开店数超360家，上调20及21年新开店预期至500和600家；**2) 整体翻台率稳健：**预计Q3翻台率复苏至去年同期80%以上，伴随天气转凉进入火锅旺季，Q4翻台率有望进一步复苏；**3) 客单价稳步提升：**伴随产品结构调整，假设20/21年各线城市门店客单价提升3%/8%，我们预计公司20/21年营收分别达到296.4亿(+11.6%)和578.1亿(+95.0%)，较原预测+2.8%、+0.7%；20/21年归母净利达到9.5亿(-59.7%)/53.3亿，较原预测-9.4%/+4.3%。

■ 赛道多元布局，打开成长新空间。公司内部创业团队孵化“十八余”等多个面馆品牌。近期还布局“饭饭林”、“秦小贤”等川式、陕西等地快餐品类，预计未来单店模型打磨成熟品牌有望复制公司成功经验，借助高效标准化管理和供应链突围中式快餐行业。

■ 智能数字化降本增效，着力提升服务品质。海底捞前厅部署超1000台传菜机器人、后厨通过IKMS系统、机械臂、清洗设备等提升运营效率。经测算，单店初中级员工规模减少20%/50%/90%时，经营利润率将提升3.28/8.21/14.77pct。新技术在改变成本结构的同时，更能将员工从机械操作中解放，以便投入个性化、高品质的客户服务，提升消费黏性。

■ 盈利预测与投资评级：根据开店及经营情况动态调整盈利预测，预计公司2020-22年收入分别为296.4、578.1、830.0亿元，同比增长11.6%、95.0%、43.6%，预计20-22年归母净利分别9.5、53.3、75.4亿元，同比增长-59.7%、463.8%、41.4%，当前股价对应动态PE为246、44、31倍。公司作为餐饮赛道的优质龙头在中长期仍将快速扩张，多元赛道及智能化布局或将打开增量业绩空间，我们持续看好公司发展，上调至“买入”评级。

■ 风险提示：疫情反复导致消费需求下滑；经营效益不及预期风险，食品安全风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	51.80
一年最低/最高价	27.45/63.00
市净率(倍)	26.11
港股流通市值(百万港元)	274540.00

基础数据

每股净资产(元)	1.68
资产负债率(%)	61.26
总股本(百万股)	5300.00
流通股本(百万股)	5300.00

相关研究

- 1、《海底捞(06862):【东吴社服.汤军】持续孵化“火锅+”》2020-09-07
- 2、《海底捞(06862):下沉市场引领复苏，龙头逆势加速扩张，蓄力未来增长》2020-08-27
- 3、《海底捞(06862):如何解读海底捞这份中报盈警?》2020-07-07

内容目录

1. 疫情“新常态”下餐饮复苏，连锁龙头逆势扩张	4
1.1. 餐饮景气低谷已过，环比复苏持续	4
1.2. 龙头逆势扩张超预期，业绩加速释放	5
2. 赛道多元布局，打开成长新空间	6
3. 智能数字化降本增效，着力提升服务品质	7
4. 盈利预测与投资评级	8
5. 风险提示	8

图表目录

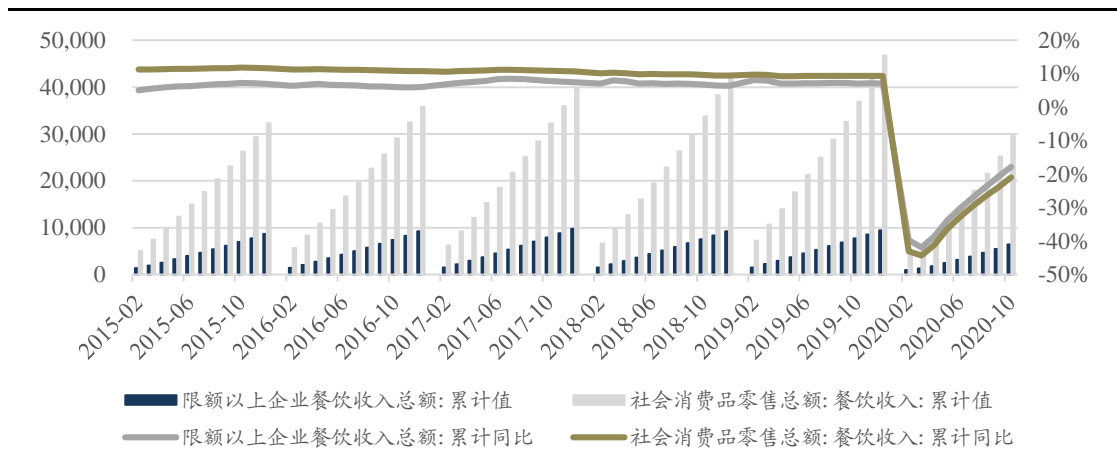
图 1: 中国餐饮业景气低谷已过, 累计收入同比逐渐恢复 (亿元)	4
图 2: 疫情新常态下餐饮复苏持续	4
图 3: 2019 年我国餐饮连锁化率仍低, 但增速较快	4
图 4: 海底捞门店数预计	5
表 1: 海底捞 20/21 年业绩测算 (单位: 百万元)	6
表 2: 海底捞持续拓展新业态	6
表 3: 中国快餐市场集中度较发达国家还有较大差距 (2018 年)	7
表 4: 前厅后厨智能化全覆盖	8
表 5: 员工配置优化对毛利率的提升测算 (单位: pct)	8

1. 疫情“新常态”下餐饮复苏，连锁龙头逆势扩张

1.1. 餐饮景气低谷已过，环比复苏持续

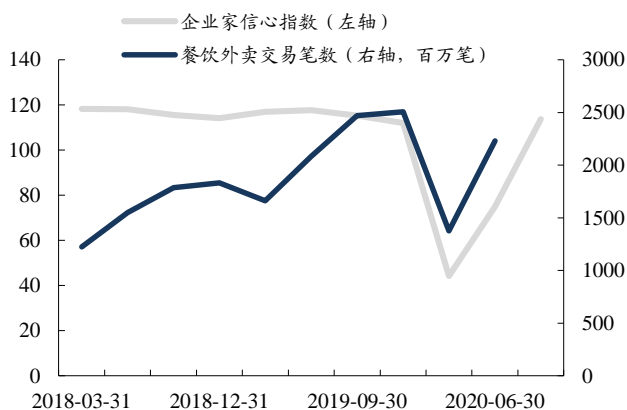
10月餐饮增速首次转正，行业景气度持续提升。疫情常态化措施逐步落实，餐饮行业景气低谷正在逐步修复。自2020年4月以来，餐饮行业收入累计同比降幅持续收窄，前10月累计餐饮收入达2.96万亿(-17.8%，增速环比收窄3pct)，单10月餐饮收入4372亿元(+0.8%，增速环比+3.7pct)，实现月度同比增速由负转正。同期企业家信心指数与餐饮外卖交易笔数都出现明显回升。同时，受疫情影响部分非连锁中小餐饮企业暴露出资金流动性不足、顾客黏性低、缺乏统一管理等一系列问题，行业加速出清。2019年连锁餐饮门店增速27.4%快于餐饮市场整体增速8%，疫后连锁餐饮有望继续加速布局，品牌化、连锁化率将进一步提升。

图1：中国餐饮业景气低谷已过，累计收入同比逐渐恢复（亿元）



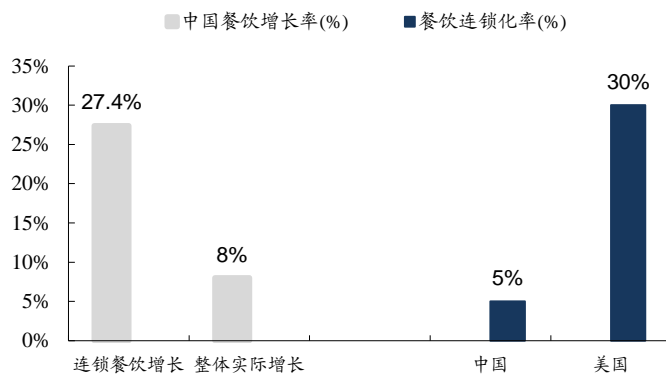
数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图2：疫情新常态下餐饮复苏持续



数据来源：国家统计局，美团，东吴证券研究所

图3：2019年我国餐饮连锁化率仍低，但增速较快

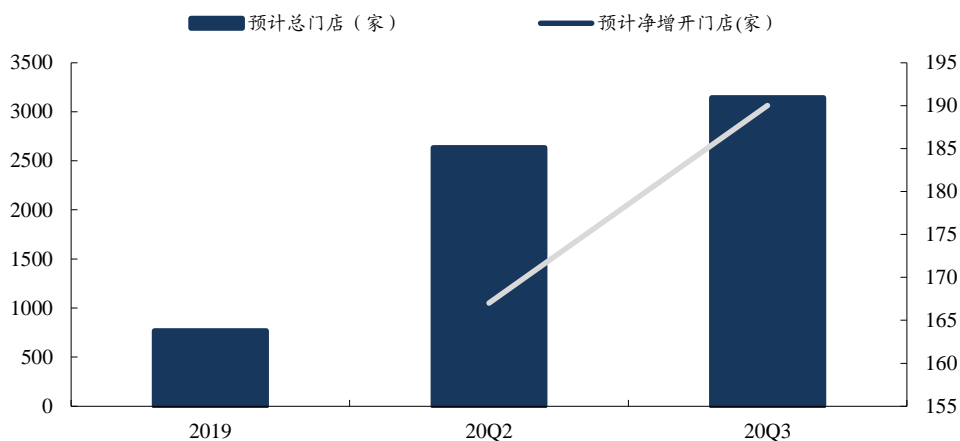


数据来源：美团，东吴证券研究所

1.2. 龙头逆势扩张超预期，业绩加速释放

行业分化进一步加剧，海底捞扩张加速。客观上购物中心优质点位因中小餐饮倒闭而大量空出，主观上物业方希望通过引入头部餐饮企业提振客流。龙头借助疫情机遇，获得租金优惠的同时迅速卡位，实现逆势加速扩张。从跟踪数据来看，海底捞前三季度开店数已达到 360 家左右，扩店数量持续超预期。我们预计其全年开店数量有望达到 500 家以上（较前次预测提升 50 家）。同时整体翻台率依然稳健，预计 Q3 翻台率复苏至去年同期 80% 以上水平。考虑到疫情仍有余波且新店分流影响，公司经营韧性彰显。伴随天气转凉进入火锅旺季，Q4 翻台率环比有望进一步复苏。

图 4: 海底捞门店数预计



数据来源：公司公告，草根调研，东吴证券研究所

基于对海底捞基本面动态跟踪及假设，我们对其 20/21 年业绩测算如下：

- **门店扩张**：我们将 20 及 21 年开店预期上修至 500/600 家。其中，预计一线城市新开店分别为 96/72 家；二线城市新开店分别为 191/216 家；三线城市新开店分别为 192/289 家；海外新开店分别为 21/22 家。
- **翻台率**：预计 20-21 年翻台率将逐步恢复。预计一线城市翻台率分别为 3.5/4.0；二线城市翻台率分别为 3.7/4.2；三线城市翻台率分别为 3.8/4.4。
- **客单价**：伴随提价、产品结构调整及 SKU 迭代，我们预计客单价将稳步提升。我们假设 20/21 年各线城市门店客单价提升 3%/8%。

表 1: 海底捞 20/21 年业绩测算 (单位: 百万元)

	19H1	19H2	2019	20H1	20H2E	2020E	21H1E	21H2E	2021E
营收	11,694.63	14,861.16	26,555.79	9,743.45	19,899.12	29,642.57	23,125.42	34,688.13	57,813.55
yoy	59.27%	54.38%	56.49%	-16.68%	33.90%	11.62%	137.34%	74.32%	95.04%
归母净利	911.04	1,433.68	2,344.71	-964.60	1,909.63	945.03	1,917.99	3,409.75	5,327.74
yoy	40.92%	43.41%	42.44%	-205.88%	33.20%	-59.70%	110.53%	137.83%	127.22%
利润率	7.79%	9.65%	8.83%	-9.90%	9.60%	3.19%	8.29%	9.83%	9.22%
门店数	593	768	768	935	1,268	1,268	1,518	1,868	1,868
新增	127	175	302	167	333	500	250	350	600
yoy	73.90%	64.81%	64.81%	57.67%	65.10%	65.10%	62.35%	47.32%	47.32%

注: 为更加真实反映业绩表现, 21 年利润增速采用 19 年基数计算, 21 年收入增速仍然同比 20 年。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所预测

2. 赛道多元布局, 打开成长新空间

内外兼修, 持续多业态布局。公司内部孵化机制与外部投资策略并存, 在面食赛道进行“赛马”, 通过内部创业团队孵化“十八余”、“新秦派”、“捞派有面儿”、“佰麸私房面”等多个面馆品牌, 据草根调研, 十八余运营情况较好, 实现高翻台率; 通过“饭饭林”、“秦小贤”试点川味盖饭、陕西风味小吃等其他快餐品类, 实现多赛道布局。此外, 公司投资海盗虾饭、彩泥云南菜等多个快餐细分赛道; 同时, 汉舍中国菜及 Hao Noodles 收购计划持续推进将加速并完善公司在中高端面馆赛道布局, 帮助公司吸取更多面食品类及海外餐厅运营经验, 并与自身面馆业务协同, 实现多元增长。

表 2: 海底捞持续拓展新业态

名称	类型	营业/投资时间	主要运营城市	品类	门店数	客单价
十八余	内部孵化	2019 年 11 月	北京	面食	1	23
佰麸私房面	内部孵化	2019 年 9 月	郑州	面食	1	9
捞派有面儿	内部孵化	2020 年 5 月	成都	面食	1	9
新秦派	内部孵化	2019 年 4 月	西安	面食	暂停营业	8
饭饭林	内部孵化	2020 年 9 月	北京	简快餐	1	17
秦小贤	内部孵化	2020 年 9 月	北京	陕西风味餐食	1	21
汉舍中国菜	外部收购	2019 年 11 月	北京、上海、杭州	融合菜	12	165
Hao Noodle	外部收购	2019 年 11 月	纽约	面食	3	67
海盗虾饭	外部投资	2017 年 5 月	北京、上海、深圳	小龙虾	堂食 13 外卖多家	40
彩泥云南菜	外部投资	2017 年 8 月	上海、杭州	云南菜	4	92

数据来源：草根调研，大众点评，东吴证券研究所

2018 年我国快餐市场 CR10 仅 11.7%，相比美国市场的 46.1%和日本市场的 53.9%，行业集中度不高，整合空间大，且行业多是较早进入中国的成熟西式餐饮巨头，主因有：
1) 缺乏成熟的中式快餐龙头。我国快餐行业及公司仍处高速发展阶段，快餐所强调的标准化体系尚不成熟，上下游供应链打通能力有限。**2) 中国人更爱中国菜**，但地区口味差异明显。我国各地区饮食之间的饮食文化差异较大，区域性连锁快餐往往很难有动力和能力走向全国。因此预计未来的餐饮市场将会呈现百花齐放之势，能抓住细分市场的本土中式快餐品牌会脱颖而出。**海底捞通过内部孵化和外部投资，不断在快餐赛道上加码，且其着力攻克的面馆赛道在全国范围内普及程度较高，预计未来单店模型打磨成熟品牌有望复制公司成功经验，利用其高效标准化管理和供应链突围西式快餐垄断。**

表 3: 中国快餐市场集中度较发达国家还有较大差距（2018 年）

Top10 / 国家市场	中国		美国		日本	
1	百胜中国	5.6%	麦当劳	13.7%	7&I 集团	19.1%
2	麦当劳	2.5%	百胜集团	6.1%	罗森股份	8.4%
3	顶新国际	1.3%	汉堡王	4.9%	UNY 全家控股	7.5%
4	汉堡王	0.6%	赛百味三明治	3.8%	麦当劳	6.4%
5	华莱士炸鸡	0.5%	温蒂汉堡	3.6%	善商控股	3.2%
6	真功夫	0.3%	唐恩集团	3.5%	弥生轩	2.1%
7	达美乐披萨	0.3%	福来鸡	3.4%	吉野家	2.0%
8	吉野家	0.2%	激励品牌	2.9%	百胜集团	1.9%
9	快乐蜂	0.2%	达美乐披萨	2.2%	永旺集团	1.8%
10	味千拉面	0.2%	潘娜拉面包	2.0%	摩斯汉堡	1.5%
CR10 合计		11.7%		46.1%		53.9%

注：快乐蜂旗下品牌包括永和大王、宏状元和唐恩都乐；

数据来源：欧睿，东吴证券研究所

3. 智能数字化降本增效，着力提升服务品质

自 18 年全球首家智慧餐厅落地后，海底捞开始持续性推广智能数字化服务。目前，公司全球范围内传菜机器人部署超过 1,000 台，后厨则通过自研 IKMS 系统实现厨房综合管理，部署清洗设备的餐厅已经超过 500 家。我们预期未来前厅后厨的全方位智能化将覆盖消费者用餐全过程。新技术在改变成本结构的同时，更能将员工从机械化操作流程中解放出来，以便更加积极地投入个性化、高品质的客户服务，多方面增强客户体验，提升消费黏性。

我们对员工配置的优化进行敏感性分析，假设初中级员工均在当前一线城市单店模型基础上减 50%，对应单店层面的经营利润率能够提升 8.21pct；当减少幅度在 20%至 90%区间内，对应经营利润率的提升在 3-15pct 之间，即使相应将带来技术研发、设备采

购等费用，但整体盈利能力的改善空间仍然可观。

表 4: 前厅后厨智能化全覆盖

类型	应用场景	软硬件设施
前厅	预约用餐	“小美”电话机器人
	用餐等位	影院和游戏等候区
	传菜上菜	传菜机器人
	用餐氛围	5D 光影技术
后厨	厨房综合管理	IKMS 智慧厨房系统
	自动配菜	自动配菜机械臂
	个性化配锅	智慧个性化配锅机
	餐后清理	自动化洗碗机

数据来源：海底捞年报，东吴证券研究所

表 5: 员工配置优化对毛利率的提升测算（单位：pct）

初级员工减少幅度 中级员工减少幅度	初级员工减少幅度							
	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
20%	3.28	3.75	4.22	4.68	5.15	5.62	6.09	6.55
30%	4.46	4.92	5.39	5.86	6.33	6.79	7.26	7.73
40%	5.63	6.10	6.56	7.03	7.50	7.97	8.43	8.90
50%	6.80	7.27	7.74	8.21	8.67	9.14	9.61	10.08
60%	7.98	8.45	8.91	9.38	9.85	10.31	10.78	11.25
70%	9.15	9.62	10.09	10.55	11.02	11.49	11.96	12.42
80%	10.33	10.79	11.26	11.73	12.20	12.66	13.13	13.60
90%	11.50	11.97	12.43	12.90	13.37	13.84	14.30	14.77

数据来源：招股说明书，草根调研，东吴证券研究所测算

4. 盈利预测与投资评级

根据经营情况动态调整盈利预测，预计公司 20-22 年收入 296.4/578.1/830.3 亿元，同比增长 11.6%/95.0%/43.6%，预计 20-22 年归母净利润 9.5/53.3/75.4 亿元，同比增长-59.7%/463.8%/41.4%，当前股价对应动态 PE 为 246/44/31 倍。餐饮赛道优质龙头在中长期仍将快速扩张，多元赛道及智能化布局或将打开增量业绩空间，我们持续看好公司发展，上调至“买入”评级。

5. 风险提示

疫情反复带来宏观经济波动；食品安全风险；扩张加速门店经营效益（客流/翻台率

/SSSG) 不及预期风险。

海底捞三大财务预测表

资产负债表(百万 元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7,200	7,395	7,903	14,956	营业收入	26,556	29,643	57,814	83,027
现金	2,222	1,592	2,025	6,847	减:营业成本	11,239	12,756	23,852	34,219
应收账款	1,616	2,031	2,783	3,396	员工成本	7,993	10,160	17,220	24,913
存货	1,200	1,352	1,299	2,504	物业租金及相关	240	270	524	751
其他流动资产	2,163	2,420	1,797	2,209	水电支出	912	1,066	1,978	2,838
非流动资产	13,414	17,652	27,658	33,568	折旧摊销	1,891	2,507	4,100	5,800
长期股权投资	47	47	47	47	交通及差旅费用	220	281	483	693
固定资产	3,995	11,012	18,844	23,485	其他支出-经营	1,000	1,348	2,211	3,172
无形资产	112	132	149	163	财务费用	237	356	503	722
其他非流动资产	9,259	6,461	8,619	9,873	利润总额	3,087	1,196	7,306	10,354
资产总计	20,614	25,047	35,561	48,524	加:其他经营收益	160	100	50	50
流动负债	5,664	7,519	10,922	15,742	减:所得税费用	900	350	2,023	2,861
短期借款	122	200	200	200	净利润	2,347	946	5,333	7,543
应付账款	1,706	1,938	2,037	3,666	少数股东损益	2	1	5	7
其他流动负债	3,835	5,381	8,685	11,876	归属母公司净利润	2,345	945	5,328	7,535
非流动负债	4,324	5,960	7,743	8,351	EBIT	3,484	1,652	7,859	11,126
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	5,139	3,803	11,456	16,204
其他非流动负债	4,324	5,960	7,743	8,351					
负债合计	9,988	13,479	18,666	24,093	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	3	0	0	0	每股收益(元)	0.44	0.18	1.01	1.42
归属母公司股东权益	10,623	11,568	16,896	24,431	每股净资产(元)	2.00	2.18	3.19	4.61
负债和股东权益	20,614	25,047	35,561	48,524	发行在外股份(百万 股)	5300	5300	5300	5300
					ROE(%)	22.07%	8.17%	31.53%	30.84%
						57.68%	56.97%	58.74%	58.79%
					毛利率(%)				
					销售净利率(%)	8.84%	3.19%	9.22%	9.08%
					资产负债率(%)	48.45%	53.81%	52.49%	49.65%
					收入增长率(%)	56.49%	11.62%	95.04%	43.61%
					净利润增长率(%)	42.44%	-59.70%	463.77%	41.44%
					P/E	99	246	44	31
					P/B	22	20	14	10

注:以港元兑人民币最新汇率0.85计

数据来源:Wind,东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

