

2020年07月07日

证券分析师 汤军

执业证号: S0600517050001

021-60199793

tangji@dwzq.com.cn

如何解读海底捞这份中报盈警? 增持 (维持)

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	26,556	26,137	50,505	65,646
同比 (%)	56.49%	-1.58%	93.23%	29.98%
归母净利润 (百万元)	2,345	1,363	4,308	5,741
同比 (%)	42.44%	-41.89%	216.20%	33.26%
每股收益 (元/股)	0.44	0.26	0.81	1.08
P/E (倍)	74	127	40	30

事件: 公司发布盈利预警公告, 预期 1H20 收入较 19 年同期下滑 20%, 上半年将录得净亏损。

投资要点:

■ 疫情下 1H20 大致拆分:

- 公司公告预期 1H20 收入约 7.28 亿, yoy-20%。其中, 我们预计 1H20 新开店约 150 至 200 家, 开店速度约为 30%+左右 (1H19 门店 593 家);
- 据此测算, 我们预计海底捞 2020 年上半年可比同店增速约为-30%至-40%。疫情对经营基本面的冲击比表面数据所见影响更大;
- 考虑到 1H20 疫情的巨大冲击、人力/租金刚性成本支出、新开门店开办费用等因素, 我们测算并预计, 2020 年上半年公司归母净利润同比下滑 180%~200%, 约合亏损不超过 10 亿元左右;

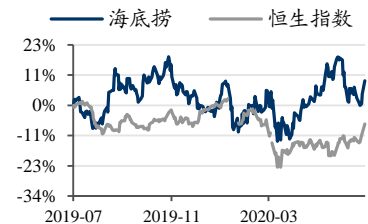
■ 经营基本面稳中进, 静待春天。

- 客流稳中有升, 期待下半年稳步复苏。海底捞大陆门店于 1 月 26 日全面暂停; 3 月 12 日首度逐步恢复营业 (85 家二三线门店), 3 月底约 600+门店恢复营业; 4 月中旬大陆所有门店恢复营业 (翻台率约 3 次/天); 预计 5-6 月整体翻台率恢复至 3-3.5 次/天左右, 稳中进, 碎步前行。
- 持续拓店, 新店租约有望受益。本轮疫情冲击下, 龙头餐饮企业拓店有望在店址选址、免租期、租金等方面持续受益, 预计上半年新开店约 150-200 家, 全年新开店数维持 300+家预期; 同时签约数保持较好态势。

盈利预测与投资评级: 基于疫情不确定性与谨慎性原则, 预计 20-22 年收入分别为 261.4/505.1/656.5 亿元, 同比增长-1.58%/93.2%/30.0%; 预计 20-22 年归母净利分别 13.6/43.1/57.4 亿元, 同比增长-41.9%/216.2%/33.3%; EPS 为 0.26/0.81/1.08 元, 当前股价对应动态 PE 为 127/40/30 倍, 维持“增持”评级。

风险提示: 疫情反复带来宏观经济波动; 公司业务复苏、扩张不及预期风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	35.75
一年最低/最高价	27.45/39.00
市净率(倍)	16.26
港股流通市值(百万港元)	189475.00

基础数据

每股净资产(元)	2.00
资产负债率(%)	48.45
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): 人事变动及远期接班人计划, 夯实企业中长期势能》2020-04-28
- 2、《海底捞 (06862): 股价或未真实反映疫情影响, 大幅下调 2020 年盈利预期》2020-04-04
- 3、《海底捞 (06862): 采纳股份奖励计划, 激励再加码、利益高绑定》2019-10-11

表 1: 公司 20-22 年盈利拆分

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	26,556	26,137	50,505	65,646
yoy	56.49%	-1.58%	93.23%	29.98%
餐厅营业收入	25,589	24,698	48,508	62,771
yoy	55.16%	-3.48%	96.40%	29.40%
占比	96.36%	94.50%	96.05%	95.62%
一线城市	6,482	5,756	12,447	16,158
yoy	60.61%	-11.19%	116.24%	29.81%
新开店数	84	59	71	73
二线城市	11,143	11,393	22,087	28,741
yoy	42.95%	2.24%	93.87%	30.13%
新开店数	125	117	142	145
三线城市及以下城市	5,779	5,505	10,620	13,446
yoy	71.05%	-4.74%	92.91%	26.62%
新开店数	77	59	71	73
海外	2,274	2,119	3,451	4,551
yoy	71.94%	-6.82%	62.87%	31.87%
新开店数	16	15	15	10
外卖业务	449	672	848	1,151
yoy	38.62%	49.88%	26.10%	35.80%
占比	1.69%	2.57%	1.68%	1.75%
销售调味品及食材	494	766	1,150	1,724
yoy	220.45%	55.00%	50.00%	50.00%
占比	1.86%	2.93%	2.28%	2.63%
归母净利润	2,345	1,363	4,308	5,741
yoy	42.44%	-41.89%	216.20%	33.26%
EPS (元/股)	0.44	0.26	0.81	1.08
PE (倍)	74	127	40	30

数据来源: wind, 东吴证券研究所

表 2: 核心业绩数据拆分

单位: 百万元	2017	2018	2019	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2
利润表拆分							
营业收入	10,637.17	16,969.10	26,555.79	7,342.64	9,626.46	11,694.63	14,861.16
yoy	36.24%	59.53%	56.49%	54.38%	63.68%	59.27%	54.38%
营业成本	4,313.23	6,935.03	11,037.74	3,066.33	3,868.70	4,902.58	6,135.16
毛利	6,323.94	10,034.07	15,518.05	4,276.31	5,757.76	6,792.05	8,726.00
yoy	36.63%	58.67%	54.65%	52.35%	63.71%	58.83%	51.55%
毛利率	59.45%	59.13%	57.68%	58.24%	59.81%	58.08%	58.72%

其他收入及收益,净额	90.75	104.32	262.70	26.99	77.33	118.83	143.87
员工成本	3,119.70	5,016.32	7,992.56	2,202.72	2,813.60	3,651.92	4,340.64
/总收入	29.33%	29.56%	30.10%	30.00%	29.23%	31.23%	29.21%
物业租金与相关支出	414.86	684.91	240.23	272.30	412.61	96.11	144.12
/总收入	3.90%	4.04%	0.90%	3.71%	4.29%	0.82%	0.97%
水电支出	348.58	594.77	911.64	254.63	340.14	439.15	472.49
/总收入	3.28%	3.51%	3.43%	3.47%	3.53%	3.76%	3.18%
折旧摊销	359.84	689.32	1,891.32	293.57	395.75	830.14	1,061.18
/总收入	3.38%	4.06%	7.12%	4.00%	4.11%	7.10%	7.14%
交通及差旅费用	119.60	159.47	219.93	72.39	87.08	94.34	125.59
/总收入	1.12%	0.94%	0.83%	0.99%	0.90%	0.81%	0.85%
其他支出-经营	445.00	660.53	1,000.13	301.37	359.16	461.57	538.56
/总收入	4.18%	3.89%	3.77%	4.10%	3.73%	3.95%	3.62%
财务收入/(费用)净额	8.61	31.23	236.79	8.77	22.46	102.13	134.66
财务费用率	0.08%	0.18%	0.89%	0.12%	0.23%	0.87%	0.91%
营业利润	1,598.50	2,301.84	3,288.15	897.55	1,404.29	1,235.52	2,052.63
yoy	19.84%	44.00%	42.85%	19.71%	65.46%	37.65%	46.17%
应占联营公司损益	0.48	30.05	75.26	5.21	24.84	21.83	53.43
其他收益	26.06	17.86	95.08	18.83	(0.97)	(2.79)	97.87
除税前溢利	1,625.05	2,261.83	3,247.22	900.92	1,360.91	1,251.01	1,996.21
yoy	20.74%	39.19%	43.57%	18.86%	56.95%	38.86%	46.68%
所得税	430.71	612.98	900.26	253.51	359.48	338.84	561.42
所得税率	26.50%	27.10%	27.72%	28.14%	26.41%	27.09%	28.12%
净利润	1,194.34	1,648.85	2,346.96	647.41	1,001.44	912.17	1,434.80
yoy	22.10%	38.05%	42.34%	17.04%	56.18%	40.89%	43.27%
净利率	11.23%	9.72%	8.84%	8.82%	10.40%	7.80%	9.65%
归母净利润	1,027.85	1,646.16	2,344.71	646.49	999.67	911.04	1,433.68
yoy	39.81%	60.16%	42.44%	52.19%	65.77%	40.92%	43.42%
资产负债表拆分							
现金及现金等价物	282.03	4,118.62	2,221.96	531.10	4,118.62	3,002.70	2,221.96
应收账款及票据	172.95	150.09	203.6	108.41	150.09	404.99	203.60
yoy	171.75%	-13.22%	35.65%		-13.22%	273.56%	35.65%
存货	95.12	457.12	1,199.67	325.44	457.12	458.14	1,199.67
yoy	91.36%	380.59%	162.44%		380.59%	40.78%	162.44%
存货周转率	59.56	25.12	25.00	14.58	9.89	10.71	7.40
固定资产净值	2,085.43	3,999.80	7,689.58	2,760.54	3,999.80	5,037.21	7,689.58
总资产	3,735.83	11,944.64	20,613.93	4,528.53	11,944.64	16,924.00	20,613.93
总资产周转率	3.28	2.16	1.63	1.78	1.17	0.81	0.79
应付账款及票据	168.72	729.33	1,406.40	411.56	729.33	1,280.31	1,406.40
短期借贷及长期借贷当期到期部分	347.76	410.35	122.17	1,094.24	410.35	433.73	122.17

股东权益合计	1,090.98	8,629.56	10,626.03	1,191.93	8,629.56	9,196.68	10,626.03
--------	----------	----------	-----------	----------	----------	----------	-----------

数据来源: wind, 东吴证券研究所

表 3: 核心经营数据 (整体)

单位: 百万元	2017	2018	2019	18H1	18H2	19H1	19H2
餐厅经营收入	10,388	16,491	25,589	7,152	9,339	11,331	14,257
yoy	36.0%	58.8%	55.2%	53.9%	62.7%	58.4%	52.7%
占比	97.66%	97.18%	96.36%	97.40%	97.02%	96.89%	95.94%
一线城市	2,959.22	4,035.65	6,481.63	1,800.23	2,235.42	2,864.84	3,616.79
yoy	9.0%	36.4%	60.6%	26.1%	45.9%	59.1%	61.8%
占比	28.49%	24.47%	25.33%	25.17%	23.22%	25.28%	24.34%
二线城市	5,230.98	7,794.85	11,142.72	3,467.69	4,327.16	5,024.38	6,118.34
yoy	38.5%	49.0%	42.9%	48.2%	49.7%	44.9%	41.4%
占比	50.36%	47.27%	43.55%	48.49%	44.95%	44.34%	41.17%
三线及以下城市	1,518.37	3,378.66	5,779.03	1,401.43	1,977.23	2,532.05	3,246.98
yoy	107.0%	122.5%	71.0%	120.2%	124.2%	80.7%	64.2%
占比	14.62%	20.49%	22.58%	19.59%	20.54%	22.35%	21.85%
中国内地以外	703.38	1,322.55	2,274.00	532.32	790.23	960.05	1,313.96
yoy	60.2%	88.0%	71.9%	95.2%	83.5%	80.4%	66.3%
占比	6.77%	8.02%	8.89%	7.44%	8.21%	8.47%	8.84%
外卖业务	219	324	449	133	190	188	261
yoy	49.72%	47.92%	38.62%	36.45%	57.2%	40.91%	37.0%
占比	2.06%	1.91%	1.69%	1.82%	1.98%	1.61%	1.75%
销售调味品及食材	30	154	494	57	97	175	319
yoy	16.71%	409.03%	220.45%	391.37%	420.1%	206.20%	228.9%
占比	0.28%	0.91%	1.86%	0.78%	1.01%	1.50%	2.15%
门店数 (家)	273	466	768	341	466	593	768
净增	97	193	302	68	125	127	175
一线城市	65	106	190	78	106	146	190
净增	10	41	84	13	28	40	44
占比	23.81%	22.75%	24.74%	22.87%	22.75%	24.62%	24.74%
二线城市	120	207	332	153	207	257	332
净增	37	87	125	33	54	50	75
占比	43.96%	44.42%	43.23%	44.87%	44.42%	43.34%	43.23%
三线及以下城市	69	117	194	85	117	147	194
净增	40	48	77	16	32	30	47
占比	25.27%	25.11%	25.26%	24.93%	25.11%	24.79%	25.26%
中国内地以外	19	36	52	25	36	43	52
净增	10	17	16	6	11	7	9
占比	6.96%	7.73%	6.77%	7.33%	7.73%	7.25%	6.77%
客单价 (元)	97.7	101.1	105.2	100.3	101.7	104.4	105.2
	3.4%	3.5%	4.1%	2.1%	1.4%	2.6%	0.8%

一线城市	98.3	106.1	110.1	106.0	106.2	110.0	110.2
yoy	3.1%	7.9%	3.8%	4.7%	10.9%	3.8%	3.8%
二线城市	92.6	94.8	99.4	94.2	95.3	98.4	100.2
yoy	4.7%	2.4%	4.9%	3.9%	1.2%	4.5%	5.2%
三线及以下城市	94.3	92.1	94.9	91.8	92.3	94.8	95.0
yoy	1.6%	-2.3%	3.0%	1.0%	-4.8%	3.3%	2.9%
中国内地以外	180.4	199.3	185.3	196.1	201.5	185.5	185.2
yoy	-17.9%	10.5%	-7.0%	-39.6%	43.2%	-5.4%	-8.1%
翻台率(次/天)	5.0	5.0	4.8	4.9	5.1	4.8	4.8
一线城市	4.8	5.1	4.7	4.9	5.3	4.8	4.6
二线城市	5.2	5.3	4.9	5.1	5.5	5.0	4.8
三线及以下城市	4.4	4.8	4.7	4.6	5.0	4.7	4.7
中国内地以外	4.4	3.8	4.1	3.7	3.9	3.9	4.3

数据来源: wind, 东吴证券研究所

表 4: 同店数据

	2018	2019	同店增速	18H1	19H1	同店增速
同店销售(百万元)						
一线城市	2,787.91	2,783.55	-0.16%	1483.39	1532.67	3.30%
二线城市	5,889.19	5,778.92	-1.87%	3028.29	3085.56	1.90%
三线及以下	2,274.19	2,463.89	8.34%	1096.68	1233.44	12.50%
中国大陆以外	928.40	1,039.34	11.95%	434.34	476.38	9.70%
合计	11,879.69	12,065.69	1.57%	6042.70	6328.05	4.70%
同店平均日销售额(万元)						
一线城市	15.67	15.61	-0.38%	15.54	16.15	3.93%
二线城市	14.71	14.49	-1.50%	14.36	14.67	2.16%
三线及以下	10.98	11.9	8.38%	10.49	11.79	12.39%
中国大陆以外	15.19	16.82	10.73%	14.27	15.6	9.32%
合计	14.04	14.26	1.57%	13.69	14.37	4.97%
同店平均翻台率(次/天)						
一线城市	5.2	5.1	-1.92%	5.1	5.1	0.00%
二线城市	5.4	5.3	-1.85%	5.2	5.3	1.92%
三线及以下	4.9	5.2	6.12%	4.7	5.1	8.51%
中国大陆以外	4	4.4	10.00%	3.9	4.3	10.26%
合计	5.2	5.2	0.00%	5	5.2	4.00%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

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	6,754	9,910	13,993	营业收入	26,556	26,137	50,505	65,646
现金	2,222	2,305	2,827	4,909	减:营业成本	11,239	10,811	20,763	26,969
应收账款	1,616	2,614	3,702	4,451	员工成本	7,993	8,596	15,548	19,983
存货	1,200	766	1,829	2,665	物业租金与相关支出	240	239	459	596
其他流动资产	2,163	1,069	1,551	1,968	水电支出	912	1,143	1,784	2,317
非流动资产	13,414	17,684	24,114	29,744	折旧摊销	1,891	2,507	3,740	4,830
长期股权投资	47	47	47	47	交通及差旅费用	220	265	510	662
固定资产	3,995	6,816	11,400	13,611	其他支出-经营	1,000	1,061	2,039	2,649
无形资产	112	132	149	163	财务费用	237	227	439	571
其他非流动资产	9,259	10,688	12,518	15,923	利润总额	3,087	1,680	5,695	7,636
资产总计	20,614	24,438	34,024	43,738	加:其他经营收益	160	193	212	236
流动负债	5,664	6,469	10,276	12,899	减:所得税费用	900	504	1,595	2,126
短期借款	122	200	200	200	净利润	2,347	1,369	4,312	5,747
应付账款	1,706	1,383	2,078	2,417	少数股东损益	2	1	4	6
其他流动负债	3,835	4,887	7,998	10,283	归属母公司净利润	2,345	1,363	4,308	5,741
非流动负债	4,324	5,983	7,454	8,803	EBIT	3,484	2,101	6,347	8,443
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	5,139	4,380	9,648	12,702
其他非流动负债	4,324	5,983	7,454	8,803	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	9,988	12,452	17,730	21,703	每股收益(元)	0.44	0.26	0.81	1.08
少数股东权益	3	0	0	0	每股净资产(元)	2.00	2.26	3.07	4.16
归属母公司股东权益	10,623	11,986	16,294	22,035	发行在外股份(百万股)	5,300	5,300	5,300	5,300
负债和股东权益	20,614	24,438	34,024	43,738	ROE(%)	22.07%	11.37%	26.44%	26.06%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	57.68%	58.64%	58.89%	58.92%
经营活动现金流	4,580	3,716	7,806	9,005	销售净利率(%)	8.84%	5.24%	8.54%	8.75%
投资活动现金流	-5,026	-2,299	-5,299	-4,248	资产负债率(%)	48.45%	50.55%	51.83%	49.39%
筹资活动现金流	-1,490	-1,317	-1,985	-2,682	收入增长率(%)	56.49%	-1.58%	93.23%	29.98%
汇率变动及其他调整	39	-17	-1	7	净利润增长率(%)	42.44%	-41.89%	216.20%	33.26%
现金净增加额	-1,897	83	522	2,081	P/E	74	127	40	30
					P/B	16	14	11	8

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>