

持有**无惧疫情，门店拓展加速进行****海底捞 (6862.HK)**

2020-08-26 星期三

投资要点

目标价: **52.0 港元**
 现价: 45.75 港元
 预计升幅: 13.7%

➤ **受疫情影响，上半年公司录得净亏损 9.6 亿元：**

由于新冠疫情爆发，公司于 2020 年 1 月 26 日起关闭中国大陆地区所有门店，3 月 12 日起才逐步开放门店营业，由于门店客流减少，公司 2020 年上半年营业收入 97.6 亿元人民币，较去年同期下降 16.5%；其中其中，海底捞餐厅/外卖业务/调味品及食材销售收入分别为 91.5/4.1/1.82 亿元，同比变动-19.2%/123.7%/3.9%。录得净亏损 9.64 亿元，同比减少 18.8 亿元。

重要数据

日期	2020-08-26
收盘价 (港元)	45.75
总股本 (百万股)	5,300
总市值 (百万港元)	242,475
净资产 (百万元)	8,921
总资产 (百万元)	23,036
52 周高低	48.0/27.3
每股净资产 (元)	1.68

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ **公司门店扩张速度好于预期，全年有望新开门店 400 家：**

20H1 海底捞餐厅的营业收入 91.5 亿元(-19.2% yoy)，占比 93.7%。期内，公司持续推进海底捞门店网络的扩张，新开门店 173 家（国内 158 家，国外 15 家），关店及搬迁 6 家。截至 2020 年 6 月 30 日，海底捞餐厅门店合计 935 家；其中，国内 868 家（一线/二线/三线及以下分别为 212/389/267 家），国外 67 家，已签约门店 414 家，全年新开门店有望达至 400 家。

➤ **翻台率受客流减少影响降至 3.3 次/天，人均消费有所提升：**

疫情期间，公司暂停营业位于中国大陆地区的所有门店，在恢复营运后，各地政府采取人流管控措施，而火锅本身具备较强的社交属性，故客流恢复较为缓慢，叠加大量新店的开出，上半年公司翻台率降至 3.3 (vs 1H19 4.8)，其中一线/二线/三线及以下城市翻台率分别为 3.0/3.5/3.6，下线城市恢复速度明显好于上线城市。整体的人均消费也有所提升，1H20 为 112.8 元 (vs 1H19 104.4 元)，主要因消费者单桌人次减少，以及公司推出新菜品及调整菜单所致。

➤ **维持“持有”评级，目标价 52.0 港元：**

基于公司目前恢复情况，我们略微调整原盈利预测，预计公司 2020/2021 年 EPS 分别为 0.19/0.92 元，公司作为行业龙头，近年处于门店快速扩张，业绩加速成长期，给予 52 港元的目标价，对应 2021 年 51 倍 PE，较现价有 13.7% 的涨幅空间，维持“持有”评级。

主要股东

NP United Holding Ltd. (34.00%)
 ZY NP Ltd. (26.41%)

相关报告

海底捞 (6862.HK) 首发报告-20190808
 海底捞 (6862.HK) 更新报告-20190822
 海底捞 (6862.HK) 更新报告-20200327

研究部

姓名: 陈欣
 SFC: BLO515
 电话: 0755-21516057
 Email: chenxin@gvzq.com.hk

人民币百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	16,969	26,556	31,622	50,525	64,147
同比增长 (%)	59.5%	56.5%	19.1%	59.8%	27.0%
毛利率	59.1%	57.7%	58.0%	58.2%	58.5%
净利润	1,646	2,345	998	4,867	6,288
同比增长 (%)	60.2%	42.4%	-57.4%	387.8%	29.2%
净利润率	9.7%	8.8%	3.2%	9.6%	9.8%
每股盈利	0.33	0.44	0.19	0.92	1.19
PE@45.75HKD	124.8	93.1	218.7	44.8	34.7

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

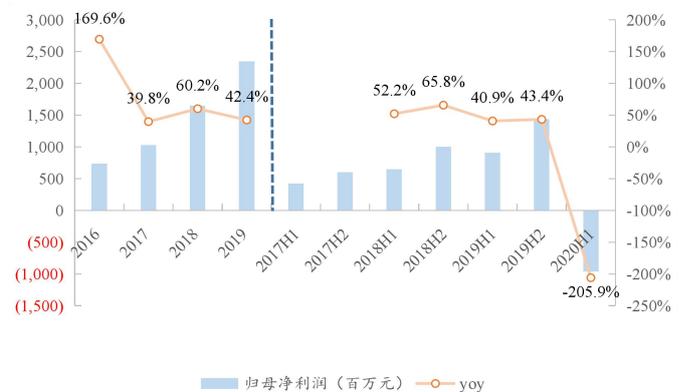
受疫情影响，上半年公司录得净亏损 9.6 亿元：

由于新冠疫情爆发，公司于 2020 年 1 月 26 日起关闭中国大陆地区所有门店，3 月 12 日起才逐步开放门店营业，由于门店客流减少，公司 2020 年上半年录得营业收入 97.6 亿元人民币，较去年同期下降 16.5%；其中，海底捞餐厅/外卖业务/调味品及食材销售收入分别为 91.5/4.1/1.82 亿元，同比变动-19.2%/118.0%/3.9%。期内，公司录得净亏损 9.64 亿，同比减少 18.8 亿。

图 1：公司收入及增速



图 2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 3：主要业务收入增速

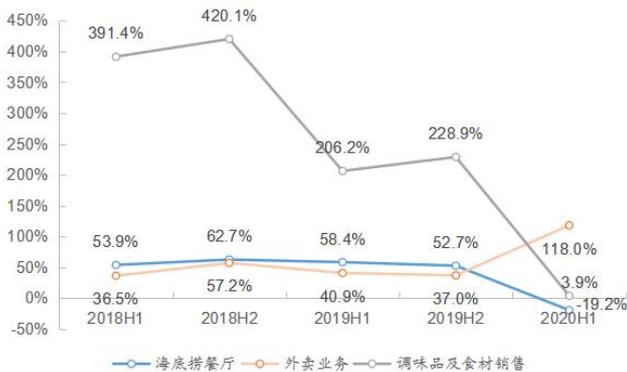


图 4：收入构成



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

公司门店扩张速度好于预期，全年有望新开门店 400 家：

20H1 海底捞餐厅的营业收入 91.5 亿元(-19.2% yoy)，占比 93.7%。期内，公司持续推进海底捞门店网络的扩张，新开门店 173 家（国内 158 家，国外 15 家），关店及搬迁 6 家。截至 2020 年 6 月 30 日，海底捞餐厅门店合计 935 家；其中，国内 868 家（一线/二线/三线及以下分别为 212/389/267 家），国外 67 家，已签约门店 414

家，全年新开门店有望达至 400 家。

图 5：公司门店数



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

翻台率受客流减少影响降至 3.3 次/天，人均消费有所提升：

疫情期间，公司暂停营业位于中国大陆地区的所有门店，在恢复营运后，各地政府采取人流管控措施，而火锅本身具备较强的社交属性，故客流恢复较为缓慢，叠加大量新店的开出，上半年公司翻台率降至 3.3（vs 1H19 4.8），其中一线/二线/三线及以下城市翻台率分别为 3.0/3.5/3.6，下线城市恢复速度明显好于上线城市。整体的人均消费也有所提升，1H20 为 112.8 元（vs 1H19 104.4 元），主要因消费者单桌人次减少，以及公司推出新菜品及调整菜单所致。

因收入减少，固定支出占比上升：

由于报告期内收入大幅减少，而原材料、人工及租金等固定开支仍在发生，令费用率占比有较大幅度提高。上半年，原材料及易耗品/人工/租金占收入的比重分别为 44.5%/41.7%/0.9%，同比变动 2.6/10.5/0.1 个百分点。未来公司会不断尝试新菜品及升级食材以缓解成本压力；通过优化服务流程、使用智能化设备提升用人效率；租金将伴随议价能力的提升，以及向租金较低的下线城市渗透而有望呈现下降趋势。

维持“持有”评级，目标价 52.0 港元：

基于公司目前恢复情况，我们略微调整原盈利预测，预计公司 2020/2021 年 EPS 分别为 0.19/0.92 元，公司作为行业龙头，近年处于门店快速扩张，业绩加速成长期，给予 52 港元的目标价，对应 2021 年 51 倍 PE，较现价有 13.7% 的涨幅空间，维持“持有”评级。

表 1: 可比公司估值

公司	收盘价	市值(亿) 当地货币	EPS (记账本位币)				PE			
	2020/8/26		2018A	2019A	2020E	2021E	2018A	2019A	2020E	2021E
海底捞	45.75	2,425	0.33	0.44	0.19	0.92	124.8	93.1	218.7	44.8
大家乐集团	17.64	103	1.02	0.13	0.95	0.93	15.6	122.1	16.7	17.1
呷哺呷哺	9.00	97	0.43	0.27	0.10	0.45	18.6	30.0	80.7	17.8
九毛九	17.10	249	-	0.16	0.04	0.34	-	96.2	384.8	45.3
全聚德	11.30	35	0.24	0.14	0.05	0.24	47.7	78.1	248.9	47.4
同庆楼	26.93	54	1.34	1.32	0.73	1.06	20.1	20.4	36.9	25.4
广州酒家	41.30	167	0.95	0.95	1.05	1.38	43.5	51.9	46.3	40.8
行业平均							45.0	70.2	147.6	34.1

资料来源: 公司公告、Wind 一致预期、国元证券经纪(香港)整理

财务报表摘要

损益表 (人民币 百万元, 财务年度截至12月)					财务分析						
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	16,969	26,556	31,622	50,525	64,147	盈利能力					
营业成本	(6,935)	(11,239)	(13,281)	(21,120)	(26,621)	毛利率 (%)	59.1%	57.7%	58.0%	58.2%	58.5%
毛利	10,034	15,317	18,341	29,406	37,526	净利率 (%)	9.72%	8.84%	3.16%	9.64%	9.81%
其他收入	104	263	474	455	577	营运表现					
员工成本	(5,016)	(7,993)	(11,068)	(15,410)	(19,565)	实际税率 (%)	27.1%	27.7%	25.0%	25.0%	25.0%
物业租金	(685)	(240)	(285)	(455)	(545)	存货周转率	36.34	32.06	24.06	27.23	24.77
其他经营开支	(661)	(1,000)	(1,265)	(1,920)	(2,438)	资产周转率	2.16	1.63	1.51	2.06	2.03
税前盈利	2,262	3,247	1,332	6,496	8,392	偿债能力					
所得税	(613)	(900)	(333)	(1,624)	(2,098)	资产负债率	27.8%	48.5%	45.9%	45.3%	42.1%
净利润	1,649	2,347	999	4,872	6,294	流动比率	1.74	1.27	1.39	1.44	1.81
少数股东损益	3	2	1	5	6	速动比率	1.60	1.06	1.13	1.17	1.54
归股净利润	1646	2345	998	4867	6288	现金流量表					
EPS	0.33	0.44	0.19	0.92	1.19	除税前利润	2,262	3,247	1,332	6,496	8,392
资产负债表						融资成本	31	237	200	180	160
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	折旧与摊销	689	1,891	2,252	3,598	4,569
现金	4,119	2,222	2,029	6,713	12,279	经营性现金流	2,388	4,580	3,352	9,050	10,620
应收账款及票	845	1,616	1,924	3,074	3,902	资本开支	(2,508)	(4,881)	(3,600)	(3,795)	(4,035)
存货	457	1,200	1,429	2,283	2,898	其他投资活动	(1,359)	(145)	577	387	148
总流动资产	5,736	7,200	7,545	12,127	19,138	投资性现金流	(3,867)	(5,026)	(3,023)	(3,408)	(3,887)
固定资产	4,000	7,690	9,157	11,704	11,888	发行股份所得款	6,632	0	0	0	0
无形资产	52	112	52	52	52	其他融资活动	(1,293)	(1,490)	(522)	(959)	(1,166)
递延税项资产	92	170	92	0	0	融资性现金流	5,339	(1,490)	(522)	(959)	(1,166)
总资产	11,945	20,614	21,135	27,995	35,190	现金变化	3,861	(1,936)	(193)	4,683	5,567
其他应付款	2,166	4,135	3,773	5,754	7,223	期初持有现金	282	4,119	2,222	2,029	6,713
应付帐款	729	1,406	1,662	2,643	3,331	期末持有现金	4,119	2,222	2,029	6,713	12,279
短期银行贷款	410	122	0	0	0						
总流动负债	3,306	5,664	5,435	8,397	10,555						
长期贷款	0	85	85	85	85						
其他非流动负债	9	4,239	4,190	4,190	4,190						
总负债	3,315	9,988	9,710	12,671	14,829						
股东权益	8,630	10,626	11,425	15,324	20,361						

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313