

持有**门店加速扩张, 2019H1 业绩靓丽****海底捞 (6862.HK)**

2019-08-22 星期四

目标价: HK\$ 36.0

现价: HK\$ 34.3

预计升幅: 5%

股本数据

总股本(亿股): 53.00

港股股本(亿股): 53.00

港股市值(亿港元): 1818

52 周高/低 (HK\$): 35.35/15.5

每股净值(元): 2.15

所属行业: 餐饮行业

主要股东

NP United Holding Ltd. (34.00%)

ZY NP Ltd. (26.41%)

52 周行情图 (Vs 恒生中国指数)

海底捞首发报告 20190808

国元国际研究部

姓名: 陈欣

SFC: BLO515

电话: 0755-21516057

Email: chenxin@gzyq.com.hk

投资要点**快速展店助业绩高速增长:**

2019 年上半年, 公司新开门店 130 家, 全球门店网络从 2018 年底的 466 家增至 593 家 (去年同期为 341 家)。得益于快速展店, 公司收入同比增长 59.3% 至 116.95 亿元; 其中, 餐厅经营、外卖业务、调味品及食材的收入占比分别 96.9%/1.6%/1.5%, 分别获得 58.4%/40.9%/206.2% 的同比增长。期内, 因新增门店较多及加密影响, 平均翻台率 4.8 次/天, 与去年同期 4.9 次/天相若。客单价同比增长 4.09% 至 104.4 元。归股净利润 9.11 亿元, 同比增长 40.9%, 利润增速不及收入主要因新开餐厅的开办费用增加及受到 IFRS16 影响, 如果剔除该准则影响, 公司利润增速超过 50%。

同店稳步增长, 三线及以下城市表现亮眼:

从同店运营数据来看, 尽管公司快速展店, 同店翻台率仍然获得增长, 从 2018H1 的 5.0 次/天增至 2019H1 的 5.2 次/天。其中, 一线/二线/三线及以下城市/境外的同店翻台率分别为 5.1/5.3/5.1/4.3 次/天, 较去年同期分别增长 0/0.1/0.4/0.4 次/天。得益于同店翻台率的增加及客单价的提升, 同店销售额同比增长 4.7%。其中, 一线/二线/三线及以下城市/境外的同店销售额同比分别增长 3.3%/1.9%/12.5%/9.7%。

维持持有评级, 目标价 36 港元:

下半年是火锅消费旺季, 且今年上半年新开门店将逐步完成爬坡, 下半年利润将获得更快增速。截至上半年底, 公司拥有储备店长 800 名, 为公司的快速展店提供有力支撑。考虑到公司上半年的开店速度超出预期以及受到 IFRS16 政策的影响, 我们略调整原预测, 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.50/0.71/0.92 元, 给予目标价 36 港元, 对应 2020 年 44 倍 PE、1.25 倍 PEG, 维持持有评级。

百万人民币	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业额	10,637	16,969	28,320	39,160	49,361
同比增长 (%)	36.24%	59.53%	66.89%	38.28%	26.05%
毛利率	59.45%	59.13%	59.10%	59.10%	59.10%
净利润	1,028	1,646	2,657	3,771	4,858
同比增长 (%)	39.81%	60.16%	61.41%	41.93%	28.81%
净利润率	9.66%	9.70%	9.38%	9.63%	9.84%
每股盈利	0.21	0.33	0.50	0.71	0.92
PE@34.3HKD	140.8	91.5	60.2	42.4	32.9

表 1、行业相关公司估值及评级

公司	代码	股价	货币	市值 (亿元)	EPS				PEG 2020E	PE			
					2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
中国餐饮企业													
呷哺呷哺	520.HK	10.7	CNY	116	0.40	0.52	0.64	0.78	0.7	23.6	18.1	14.7	12.1
颐海国际	1579.HK	47.3	CNY	494	0.53	0.69	0.91	1.20	1.4	78.5	60.3	45.7	34.7
大家乐	341.HK	26.2	HKD	153	1.01	1.08	1.17	1.28	2.5	25.9	24.3	22.4	20.5
味千(中国)	538.HK	3.1	CNY	34	0.50	0.21	0.23	0.26	1.0	5.4	12.9	11.8	10.5
全聚德	002186.SZ	10.6	CNY	33	0.24	0.27	0.29	0.31	5.1	44.0	39.1	36.4	34.1
百盛中国	YUMC	45.2	USD	166	1.79	1.73	1.99	2.23	1.7	25.3	26.1	22.7	20.3
广州酒家	603043.SH	35.0	CNY	141	0.93	1.17	1.38	1.64	1.4	37.6	29.9	25.3	21.3
平均									2.0	34.3	30.1	25.6	21.9
美国餐饮企业													
星巴克	SBUX US	96.3	USD	1166	3.27	2.82	3.11	3.49	2.8	29.5	34.2	31.0	27.6
墨式烧烤	CMA.US	829.2	USD	230	6.31	13.05	18.24	21.37	1.6	131.4	63.5	45.5	38.8
麦当劳	MCD US	220.7	USD	1687	7.61	8.03	8.75	9.41	3.1	29.0	27.5	25.2	23.5
百胜餐饮	YUM US	116.1	USD	356	4.80	3.87	4.25	4.73	2.6	24.2	30.0	27.3	24.5
平均									2.5	53.5	38.8	32.2	28.6
海底捞	6862.HK	34.3	HKD	1711	0.33	0.50	0.71	0.92	1.20	91.5	60.2	42.4	32.9

资料来源: Bloomberg, Wind、国元国际,

风险提示

新店扩张不及预期。海底捞较高的估值水平基于市场对其增速及未来开店空间的高预期,如果开店速度不达预期,将会对公司业绩和估值水平造成较大影响。

成本大幅波动。原材料如牛羊肉的价格大幅上涨,会对公司的成本端造成压力。

食品安全问题。公司作为餐饮企业,食品安全问题是经营管理环节当中的重中之重。如有类似问题发生,将对客流和企业品牌造成重创。

竞争环境加剧。

损益表 (人民币 百万元, 财务年度截至 12 月)					财务分析						
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收入	10,637	16,969	28,320	39,160	49,361	盈利能力					
营业成本	-4,313	-6,935	-11,583	-16,016	-20,189	毛利率	59.5%	59.1%	59.1%	59.1%	59.1%
毛利	6,324	10,034	16,737	23,144	29,172	净利率	9.7%	9.72%	9.40%	9.65%	9.86%
其他收入	91	104	170	235	321	EBITDA	18.5%	17.3%	20.2%	20.2%	20.5%
员工成本	-3,120	-5,016	-8,496	-11,748	-14,808						
物业租金	-415	-685	-232	-321	-395	营运表现					
其他经营开支	-445	-661	-1,119	-1,547	-1,950	实际税率	26.5%	27.1%	27.1%	27.1%	27.1%
税前盈利	1,625	2,262	3,651	5,181	6,674	存货周转率	87.33	36.34	27.42	25.44	24.45
所得税	-431	-613	-989	-1,404	-1,809	资产周转率	3.28	2.16	1.74	1.75	1.82
净利润	1,194	1,649	2,661	3,777	4,866						
少数股东损益	166	3	4	6	8	偿债能力					
归股净利润	1028	1646	2657	3771	4858	资产负债率	70.8%	27.8%	47.8%	42.9%	41.2%
EPS	0.21	0.33	0.50	0.71	0.92	流动比率	0.56	1.74	1.51	1.66	1.83
DPS	0.00	0.07	0.10	0.14	0.18	速动比率	0.52	1.60	1.39	1.50	1.68
资产负债表					现金流量表						
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金	282	4,119	5,098	7,502	11,610	除税前利润	1,625	2,262	3,651	5,181	6,674
应收账款及票据	498	845	1,133	1,633	2,088	融资成本	9	31	101	121	140
存货	95	457	763	1,056	1,331	折旧与摊销	360	689	2,011	2,663	3,357
总流动资产	1,462	5,736	9,153	10,906	15,756	经营性现金流	1,400	2,388	5,495	6,967	8,910
固定资产	2,085	4,000	6,776	8,526	9,565						
无形资产	11	52	52	52	52	资本开支	-1,518	-2,612	-4,023	-3,825	-3,870
递延税项资产	53	92	92	92	92	其他投资活动	-47	-1,255	-28	39	62
总资产	3,736	11,945	20,608	24,154	30,095	投资性现金流	-1,565	-3,867	-4,051	-3,786	-3,808
其他应付款	2,102	2,166	4,403	4,391	5,911						
应付帐款	169	729	1,158	1,602	2,019	股本增加	0	7,536	0	0	0
短期银行贷款	348	410	484	571	674	长期负债增加	-2	-9	86	0	0
总流动负债	2,618	3,306	6,046	6,564	8,604	融资性现金流	105	7,272	-464	-777	-994
长期贷款	9	0	86	86	86						
其他非流动负债	17	9	3,713	3,713	3,713	现金变化	-60	5,793	979	2,404	4,108
总负债	2,645	3,315	9,844	10,362	12,403	期初持有现金	407	282	4,119	5,098	7,502
股东权益	1,091	8,630	10,763	13,792	17,692	期末持有现金	282	4,119	5,098	7,502	11,610

投資評級建議及免責條款

投資評級：

買入	未來 12 個月內目標價距離現價漲幅不小於 20%
持有	未來 12 個月內目標價距離現價漲幅在正負 20% 之間
賣出	未來 12 個月內目標價距離現價漲幅不小於 -15%
未評級	對未來 12 個月內目標價不做判斷

免責聲明

一般聲明

本報告由國元國際控股有限公司(以下統稱“國元國際”)制作。本報告中的信息均來源於我們認為可靠的已公開資料，但國元國際及其關聯機構對這些信息的準確性及完整性不作任何保證。本報告中的信息、意見等均僅供投資者參考之用，不構成對買賣任何證券或其他金融工具的出價或征價或提供任何投資決策建議的服務。該等信息、意見並未考慮到獲取本報告人員的具體投資目的、財務狀況以及特定需求，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦或投資操作性建議。投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，自主審慎做出決策並自行承擔風險。投資者在依據本報告涉及的內容進行任何決策前，應同時考慮各自的投資目的、財務狀況和特定需求，並就相關決策諮詢專業顧問的意見對依據或者使用本報告所造成的一切後果，國元國際及/或其關聯人員均不承擔任何責任。

本報告署名分析師與本報告中提及公司無財務權益關係。本報告所載的意見、評估及預測僅為本報告出具日的觀點和判斷。該等意見、評估及預測無需通知即可隨時更改。在不同時期，國元國際可能會發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究報告。

本報告署名分析師可能會不時與國元國際的客戶、銷售交易人員、其他業務人員或在本報告中針對可能對本報告所涉及的標的證券或其他金融工具的市场價格產生短期影響的催化劑或事件進行交易策略的討論。這種短期影響的分析可能與分析師已發布的關於相關證券或其他金融工具的目標價、評級、估值、預測等觀點相反或不一致，相關的交易策略不同於且也不影響分析師關於其所研究標的證券或其他金融工具的基本面評級或評分。

國元國際的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。國元國際沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。國元國際的資產管理部門、自營部門以及其他投資業務部門可能獨立做出與本報告中的意見不一致的投資決策。

除非另行說明，本報告中所引用的關於業績的數據代表過往表現。過往的業績表現亦不應作為日後回報的預示。我們不承諾也不保證，任何所預示的回報會得以實現。

分析中所做的預測可能是基於相應的假設。任何假設的變化可能會顯著地影響所預測的回報。

本報告提供給某接收人是基於該接收人被認為有能力獨立評估投資風險並就投資決策能行使獨立判斷。投資的獨立判斷是指，投資決策是投資者自身基於對潛在投資的目標、需求、機會、風險、市場因素及其他投資考慮而獨立做出的。

特別聲明

在法律許可的情況下，國元國際可能與本報告中提及公司正在建立或爭取建立業務關係或服務關係。因此，投資者應當考慮到國元國際及/或其相關人員可能存在影響本報告觀點客觀性的潛在利益衝突。

本報告的版權僅為國元國際所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式轉發、翻版。複製、刊登、發表或引用。

國元國際控股有限公司
香港中環干諾道中3號中國建設銀行大廈22樓
電話：(852) 3769 6888
傳真：(852) 3769 6999
服務熱線：400-888-1313
公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>