天风证券 TF SECURITIES

海底捞（06862）

证券研究报告
2021 年 03 月 04 日

加速扩张助力业绩释放，优质服务构筑竞争壁垒

2021 年 2 月 1 日，公司发布盈警公告

公司预告 2020 年度净利润预计为 2.35 亿元，同比下降约 90%。2020H2 净利润预计为 11.99 亿元，同比下降 16.42%，降幅相比上半年大幅改善。2020H1/H2 的净利润分别为-9.65 亿元/ 11.99 亿元，同比增速分别为-205.74%/ 16.42%。若不计汇兑损失 2.35 亿元，则预计 2020 年度净利润可达 4.70 亿元，同比下降约 79.99%。

积极调整商业策略快速响应市场变化，提高运营效率控制成本费用

由于 2019 年新冠疫情大规模爆发，全球各国家及地区出台防疫措施限制消费场所，公司运营受到重大影响。此外，公司因美元兑人民币的汇率波动产生净汇兑损失约 2.35 亿元，其中绝大部分为未实现的汇兑损失。面对复杂的市场环境，公司积极复工复产应对疫情，调整商业策略降低负面影响。同时，公司提高运营效率降低租金成本，优化运营资金管理确保现金流稳健。

疫情之下加速推进餐饮网络建设，迈入拓店收获期助力业绩释放

海底捞单店模型成熟易复制，关联方全产业链布局提升标准化水平；公司不改长期扩张趋势，持续推动门店加密下沉，估算门店天花板在 3000+家。根据公司公告及窄门餐眼数据，18-20 年海底捞净开业门店 193 家、302 家和 368 家，20 年底门店数量超过 1100 家；21 年 1-2 月份开店数达 99 家，合适开店位置租赁条件优化，加速 21 年规模化扩张。预计 21 年门店成熟后有助于业绩释放。

品牌自带流量提高议价能力，高翻台率进一步降低租金成本

强劲的品牌影响力使海底捞无需依靠商场或者地段引流，反而为商圈带来人气，且海底捞门店面积较大，更易获取租金优惠。受疫情影响，多地出台物业租金减免优惠政策，进一步降低营业成本。海底捞客流充足、消费场景多、营业时间长，造就较高的翻台率，有助于提升门店坪效，降低租金成本占比。海底捞租金成本占营业收入比例呈下降趋势，2018 年为 4.04%，较行业均值 10.26%低 6.22pct；2021H1 租金成本占比 4.87%。受益于精致用心的服务，海底捞近年来翻台率维持在较高水平；2015-2019 年，海底捞的整体翻台率均保持在 4 以上。

提供优质服务铸造品牌优势和核心竞争壁垒，优化顾客体验提高人均消费

在“连住利益，锁住管理”的管理理念下，海底捞采取自下而上的发展战略，全员目标保持统一，充分激发员工积极性。“推荐制”与“内部选拔制”等招聘选拔制度打开阶梯式人才晋升通道，“师徒制”、“轮岗制”全面赋能员工；薪酬制度有效激励店长，总部柔性考核把控风险。海底捞不断提高整体服务水平，顾客人均消费从 2018H1 的 100.3 元上升至 2020H1 的 112.8 元；国内一线城市高消费拉高整体水平。

海底捞占据优质火锅赛道，以人为本优质服务提升品牌溢价，独特管理模式有效维持高水平经营效率，稳定高效供应链保障扩张盈利能力。1）人性化服务：公司秉承“服务至上、顾客至上”理念，提供增值服务打造智慧餐厅，形成“火锅=海底捞”的品牌印象，品牌自带流量享受低租金成本。2）有效内部管理：师徒制的薪酬激励等提升员工自驱力，保障服务一致性，维持高效经营。3）高效供应链：关联公司布局全产业链，保障食材品质及配送及时，支撑快速扩张。公司加速扩张，门店成熟后释放产能，我们将公司 2021-2022 年净利润预期从 49.8 亿元/ 66.7 亿元上调到 51.0 亿元/ 72.3 亿元；对应 PE 分别为 58 X/ 41 XPE；维持“买入”评级。

风险提示：疫情恢复不及预期；食品安全风险；门店扩张不达预期的风险；原材料价格上涨的风险；业绩预告是初步测算结果，以年报披露数据为准。

投资评级

行业	非必需性消费/旅游及消闲设施
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	67.05 港元
目标价格	港元

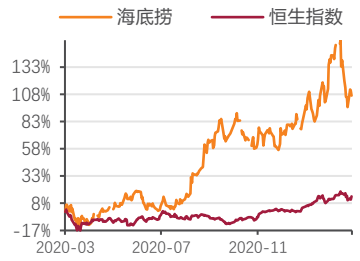
基本数据

港股总股本(百万股)	5,300.00
港股总市值(百万港元)	355,365.00
每股净资产(港元)	1.68
资产负债率(%)	61.26
一年内最高/最低(港元)	85.80/27.45

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com
李珍妮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120002
lizhenni@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

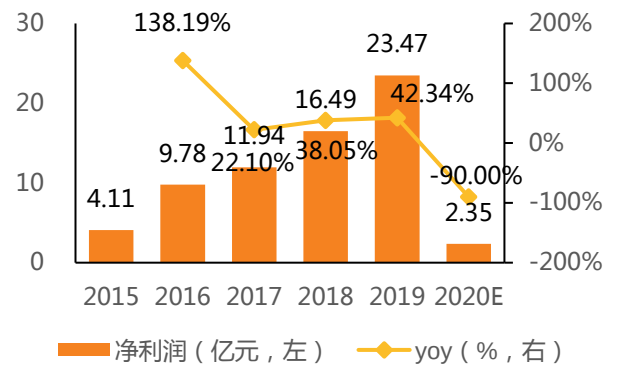
相关报告

1 《海底捞-公司点评:建设集团总部，加强凝聚力，注重长期发展》2020-12-21
2 《海底捞-公司点评:再拓新品牌推进新业态建设，第二成长曲线可期》2020-09-28
3 《海底捞-公司点评:收购汉舍和 HN 事项落地，推动第二成长曲线发展》2020-09-07

1. 公司公布 2020 年度盈利警告

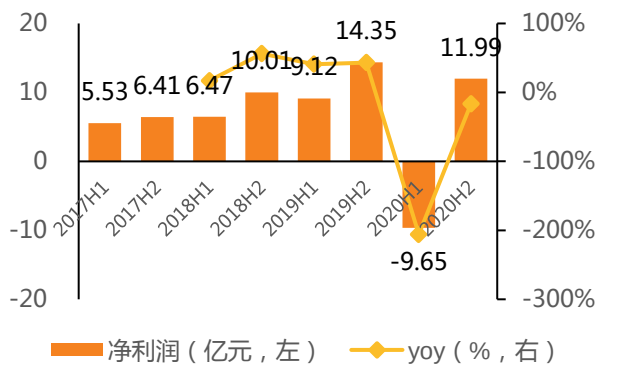
经营状况：2021 年 3 月 1 日，公司发布盈警公告，预计 2020 年净利润预计为 2.35 亿元，同比下降约 90%。2020 年 H2 表现优于 H1，净利润扭亏为盈，环比显著提高。2020H2 净利润预计为 11.99 亿元，同比下降 16.42%，降幅相比上半年大幅改善；2020H1/H2 的净利润分别为-9.65 亿元/ 11.99 亿元，同比增速分别为-205.74%/ 16.42%。若不计汇兑损失 2.35 亿元，则预计 2020 年度净利润可达 4.70 亿元，同比下降约 79.99%。

图 1：预计 2020 年净利润同比下降约 90%



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 2：2020 年 H2 相比 H1 净利润显著提高



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

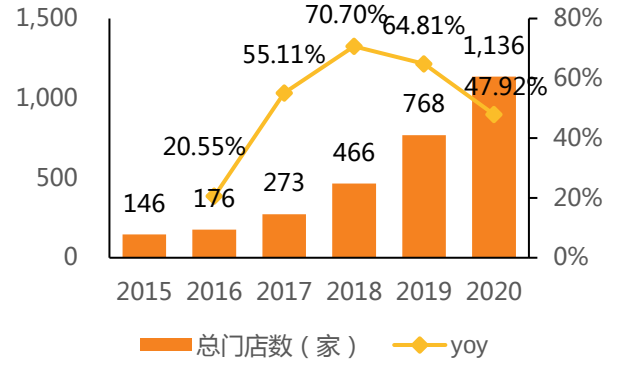
积极复工复产调整经营策略，优化成本管理保持健康现金流。公司的净利润下滑主要由于 2019 年新冠疫情大规模爆发，全球各国家及地区出台防疫措施限制消费场所，公司运营受到重大影响。此外，公司因美元兑人民币的汇率波动产生净汇兑损失约 2.35 亿元，其中绝大部分为未实现的汇兑损失。面对复杂的市场环境，公司积极复工复产应对疫情，调整商业策略降低负面影响。同时，公司提高运营效率降低租金成本，优化运营资金管理确保现金流稳健。

2. 规模扩张+品牌强劲+高效运营，助力业绩恢复

2.1. “可复制性强+天花板高”支撑疫情持续扩张，加速拓店助力业绩释放

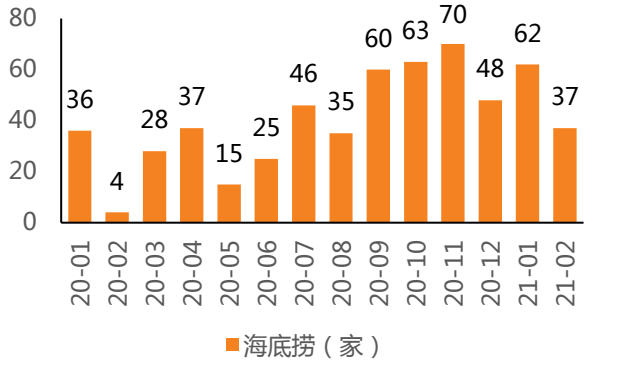
疫情之下加速推进餐饮网络建设，迈入拓店收获期助力业绩释放。海底捞单店模型成熟稳定，商业模式易复制；关联方全产业链布局提升公司标准化水平，保障食材品质及配送及时。公司不改长期扩张趋势，持续推动门店加密和下沉，估算门店天花板较高。根据公司公告及窄门餐眼数据，18-20 年海底捞净开业门店 193 家、302 家和 368 家，20 年底门店数量超过 1100 家；21 年 1-2 月份开店数达 99 家，合适开店位置租赁条件优化，加速 21 年规模化扩张。预计 21 年门店成熟后有助于业绩释放。

图 3：海底捞门店数量自 2017 年以来保持高速增长



资料来源：招股说明书，公司公告，窄门餐眼，天风证券研究所

图 4：海底捞近一年新开店数量

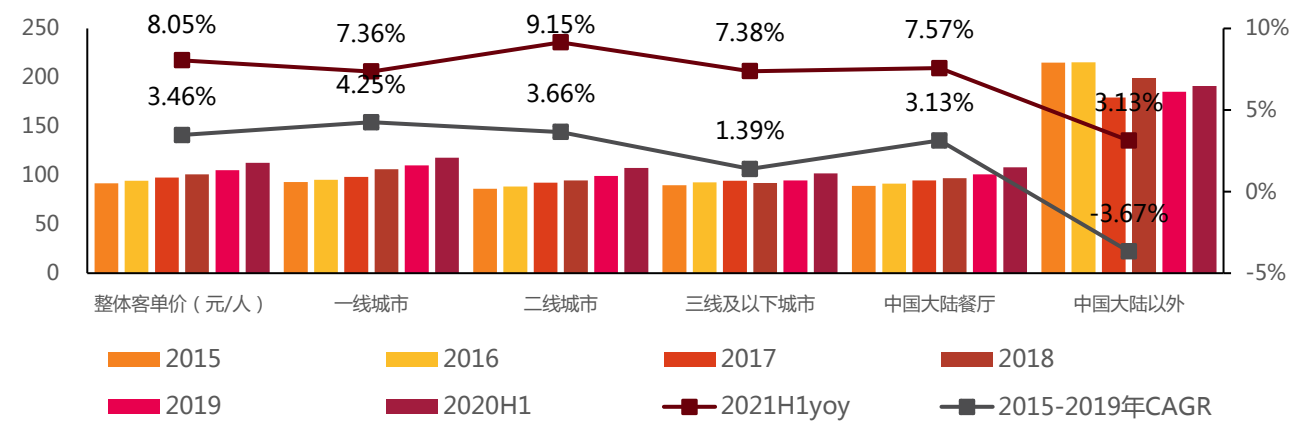


资料来源：窄门餐眼，天风证券研究所

2.2. 优质人性化服务提升品牌溢价，自带流量享受低成本租金

秉持“连住利益，锁住管理”的管理理念，提供优质服务铸造品牌优势和核心竞争壁垒，持续提升顾客就餐体验，人均消费不断提高。在“连住利益，锁住管理”的管理理念下，海底捞采取自下而上的发展战略，全员目标保持统一，充分激发员工积极性。“推荐制”与“内部选拔制”等招聘选拔制度打开阶梯式人才晋升通道，“师徒制”、“轮岗制”全面赋能员工；薪酬制度有效激励店长，总部柔性考核把控风险。海底捞不断提高整体服务水平，顾客人均消费从 2017 的 97.7 元上升至 2020H1 的 112.8 元；一线城市高消费拉动国内整体水平。

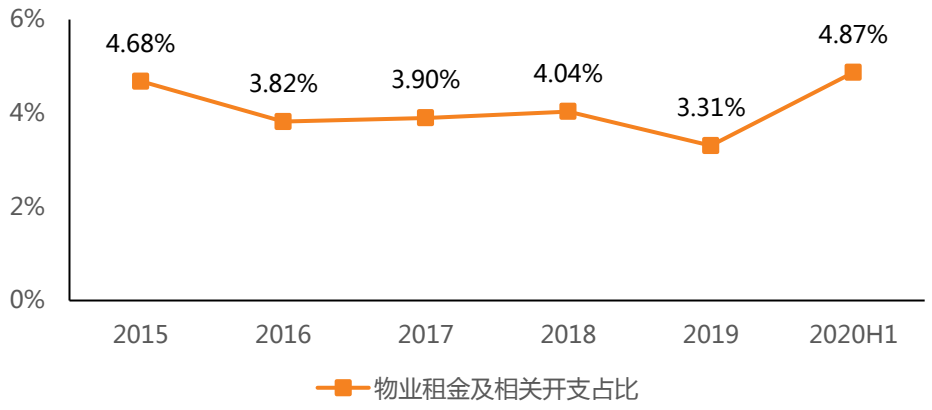
图 5：海底捞客单价持续提升



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

品牌自带流量提高议价能力，高翻台率进一步降低租金成本。强劲的品牌影响力使海底捞无需依靠商场或者地段引流，反而为商圈带来人气，且海底捞门店面积较大，更易获取租金优惠。受疫情影响，多地出台物业租金减免优惠政策，进一步降低营业成本。海底捞客流充足、消费场景多、营业时间长，造就较高的翻台率，有助于提升门店坪效，降低租金成本占比。海底捞租金成本占营业收入比例呈下降趋势，2018 年为 4.04%，较行业均值 10.26% 低 6.22pct；2021H1 租金成本占比 4.87%。受益于精致用心的服务，海底捞近年来翻台率维持在较高水平；2015-2019 年，海底捞的整体翻台率均保持在 4 以上。

图 6：物业租金及相关开支占比相对稳定



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

3. 盈利预测

海底捞占据优质火锅赛道，以人为本优质服务提升品牌溢价，独特管理模式有效维持高水平经营效率，稳定高效供应链保障扩张盈利能力。1）人性化服务：公司秉承“服务至上、顾客至上”理念，提供增值服务打造智慧餐厅，形成“火锅=海底捞”的品牌印象，品牌自带流量享受低租金成本。2）有效内部管理：师徒制的薪酬激励等提升员工自驱力，保障服务一致性，维持高效经营。3）高效供应链：关联公司布局全产业链，保障食材品质及配送及时，支撑快速扩张。公司加速扩张，预计 2021 年门店成熟后释放产能，我们将公司 2021-2022 年净利润预期从 49.8 亿元/ 66.7 亿元上调到 51.0 亿元/ 72.3 亿元；对应 PE 分别为 58 X/ 41 XPE；维持“买入”评级。

4. 风险提示

疫情恢复不及预期：疫情冲击下消费者的消费信心受到影响，钟表行业需求下降，从而影响钟表行业公司业绩。

食品安全风险：食品安全问题会引发消费者对品牌的负面认知，且餐企将受到监管机构的处罚，对公司已经积累的口碑和竞争优势是沉重的打击。

门店扩张不达预期的风险：门店拓展涉及物色适宜的选址、获得政府的许可和审批、招募培训合适的员工等，存在无法按时开设新门店导致扩张不达预期的风险。

原材料价格上涨的风险：原材料价格上涨会挤压餐饮企业的毛利率，影响公司的盈利能力。

业绩预告是初步测算结果，以年报披露数据为准。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com