

买入

20 年拓店超预期，门店恢复持续进行中

海底捞 (6862.HK)

2021-04-26 星期一

投资要点

目标价：**62.8 港元**
 现价：52.35 港元
 预计升幅：20.0%

➤ 撇除汇兑损益影响，20H2 净利润率恢复至 8.3%：

20 年公司营业收入 286.14 亿元，同比+7.8%；实现归母净利润 3.1 亿元，同比-86.8%；分上、下半年看，收入同比变动-16.5%/26.9%，归母净利润同比变动-205.9%/-11.1%，如撇除汇兑损失影响，下半年净利润率恢复至 8.3%。

重要数据

日期	2021-04-23
收盘价 (港元)	52.35
总股本 (百万股)	5,300
总市值 (百万港元)	277,455
净资产 (百万元)	10,237
总资产 (百万元)	27,527
52 周高低	54.4/52.3
每股净资产 (元)	1.93

数据来源：Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 20 年开店超出预期，下线城市拓店及恢复速度领先：

20 年公司在疫情之下实现逆势扩张，全年新开店 544 家，门店总数达 1,298 家，超出预期。其中，一线/二线/三线及以下/内地以外净开门店 65/167/257/41 家，门店数同比分别变动 34.2%/50.3%/132.5%/78.8%；翻台率分别为 3.4/3.6/3.6/2.8 次/天；同店销售增速分别为 -23%/-17%/-10%/-26%，下线城市的拓店及恢复速度领先。20 年公司持续推新品、调结构，并实行阶梯式调价，全年 ASP+4.7%至 110.1 元，其中，一线/二线/三线及以下/内地以外同比分别变动 5.5%/6.3%/5.6%/4.0%至 116.2/105.7/100.2/192.6 元。

➤ 21Q1 新开门店 150-200 家，全年有望保持快速扩张态势：

21Q1 公司整体门店翻台率恢复到 2019 年同期 70%左右的水平，主要是火锅本身具备较强的社交属性，客流恢复较为缓慢，叠加大量新店开出，导致恢复和翻台表现弱于同行。新开门店方面，21Q1 公司新开门店 150-200 家，截至 3 月末，新签约门店 91 家，已签约但未开出的门店达 500 家以上，公司储备开业店数充足，预计 2021 年有望继续保持快速扩张态势。

主要股东

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

➤ 上调至“买入”评级，目标价 62.8 港元：

伴随海底捞门店的快速扩张，门店经营短期遭遇顾客满意度下降、人手短缺等情况，管理层已将今年的工作重点放在内部整修方面，预期新开店增速较去年将有所放缓。基于公司目前恢复情况及开店预期，我们调整原盈利预测，预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.89/1.39/1.72 元，给予 62.8 港元的目标价，对应 2022 年 0.93 倍 PEG，较现价有 20.0%的涨幅空间，上调至“买入”评级。

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
 海底捞 (6862.HK) 更新报告-20200827

研究部

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

人民币百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	26,556	28,614	57,306	82,121	98,303
同比增长 (%)	56.5%	7.8%	100.3%	43.3%	19.7%
毛利率	57.7%	57.1%	58.0%	58.2%	58.5%
净利润	2,347	310	4,742	7,376	9,135
同比增长 (%)	42.3%	-86.8%	1432.1%	55.5%	23.8%
净利润率	8.8%	1.1%	8.3%	9.0%	9.3%
每股盈利	0.44	0.06	0.89	1.39	1.72
PE@52.35HKD	98.9	749.8	48.9	31.5	25.4

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理
 汇率：1 港元≈0.8357 人民币

报告正文

撇除汇兑损益影响，20H2 净利润率恢复至 8.3%：

20 年公司营业收入 286.14 亿元，同比+7.8%；实现归母净利润 3.1 亿元，同比-86.8%；分上、下半年看，收入同比变动-16.5%/26.9%，归母净利润同比变动-205.9%/-11.1%，如撇除汇兑损失影响，下半年净利润率恢复至 8.3%。

图 1：公司收入及增速

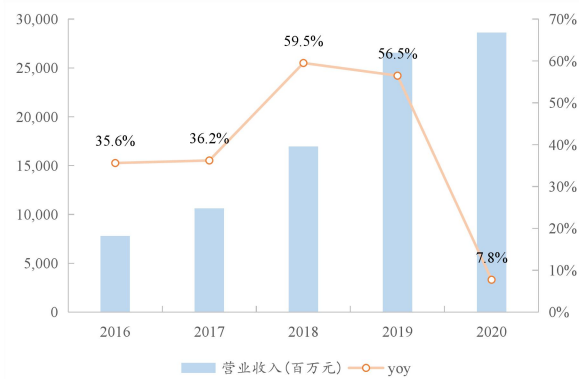
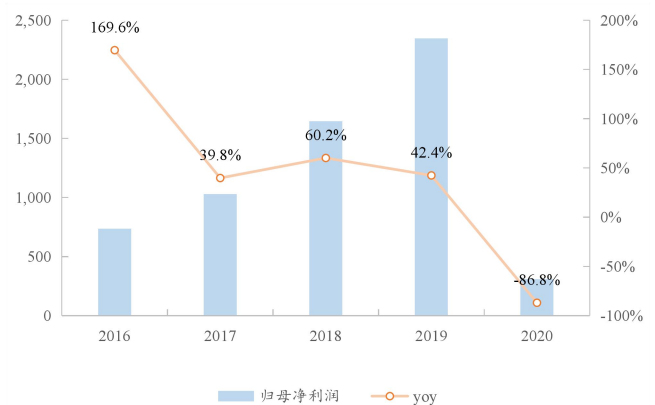


图 2：公司归母净利润及增速



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

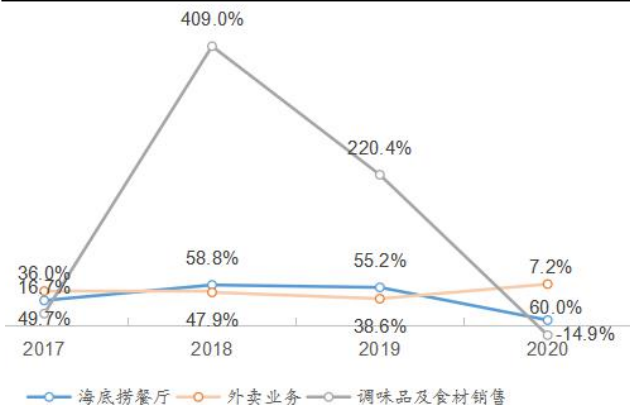
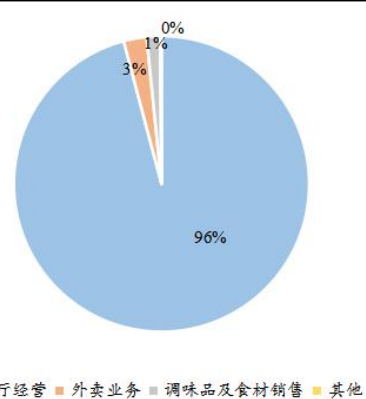


图 4：收入构成



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

20 年开店超出预期，下线城市拓店及恢复速度领先：

20 年公司在疫情之下全年新开店 544 家，门店总数达 1,298 家，超出预期。其中，一线/二线/三线及以下/内地以外净开门店 65/167/257/41 家，门店数同比变动 34.2%/50.3%/132.5%/78.8%；翻台率分别为 3.4/3.6/3.6/2.8 次/天；同店销售增速分别为 -23%/-17%/-10%/-26%，下线城市的拓店及恢复速度领先。20 年公司持续推新品、调结构，并实行阶梯式调价，全年 ASP+4.7%至 110.1 元，一线/二线/三线及以下/内地以外同比分别变动 5.5%/6.3%/5.6%/4.0%至 116.2/105.7/100.2/192.6 元。

图 5：公司门店数

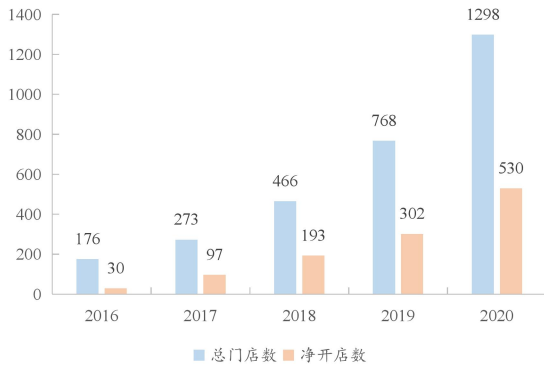
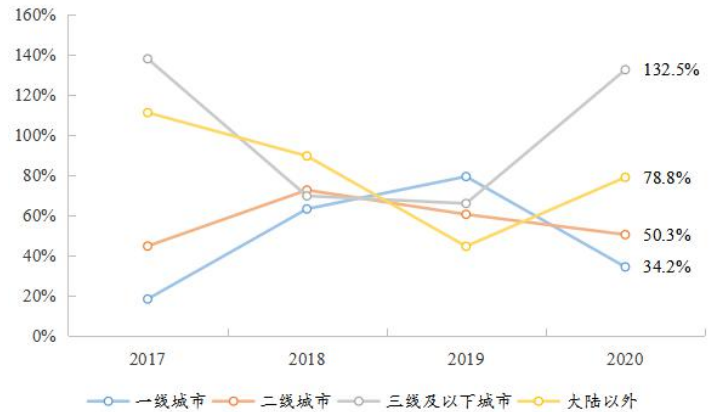


图 6：分城市门店数增速



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 7：翻台率

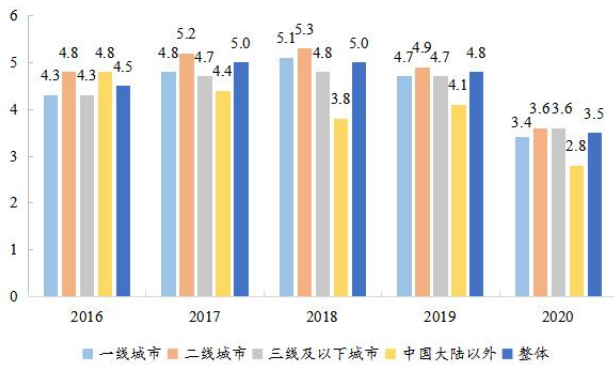


图 8：ASP

ASP (元)	2016	2017	2018	2019	2020
一线城市	95.3	98.3	106.1	110.1	116.2
二线城市	88.5	92.6	94.8	99.4	105.7
三线及以下城市	92.8	94.5	92.1	94.9	100.2
中国大陆餐厅	91.4	94.6	96.9	100.9	106.1
中国大陆以外	215.4	179.6	199.3	185.3	192.6
整体	94.5	97.7	101.1	105.2	110.1

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

21Q1 新开门店 150-200 家，全年有望保持快速扩张态势：

从恢复情况看，21Q1 公司整体门店翻台率恢复到 2019 年同期 70%左右的水平，主要是火锅本身具备较强的社交属性，客流恢复较为缓慢，叠加大量新店开出，导致恢复和翻台表现弱于同行。新开门店方面，21Q1 公司新开门店 150-200 家，截至 3 月末，新签约门店 91 家，已签约但未开出的门店达 500 家以上，公司储备开业店数充足，预计 2021 年有望继续保持快速扩张态势。

上调至“买入”评级，目标价 62.8 港元：

伴随海底捞门店的快速扩张，门店经营短期遭遇顾客满意度下降、人手短缺等情况，管理层已将今年的工作重点放在内部整修方面，预期新开店增速相较去年将有所放缓。基于公司目前恢复情况及开店预期，我们调整原盈利预测，预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.89/1.39/1.72 元，给予 62.8 港元的目标价，对应 2022 年 0.93 倍 PEG，较现价有 20.0%的涨幅空间，上调至“买入”评级。

财务报表摘要

海底捞：6862.HK

损益表 (人民币 百万元, 财务年度截至12月)						财务分析					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	26,556	28,614	57,306	82,121	98,303	盈利能力					
营业成本	(11,239)	(12,261)	(24,068)	(34,326)	(40,796)	毛利率 (%)	57.7%	57.1%	58.0%	58.2%	58.5%
毛利	15,317	16,353	33,237	47,794	57,507	净利率 (%)	8.84%	1.08%	8.28%	8.98%	9.29%
其他收入	263	361	573	657	786	营运表现					
员工成本	(7,993)	(9,677)	(17,192)	(24,636)	(29,491)	实际税率 (%)	27.7%	57.9%	27.0%	27.0%	27.0%
物业租金	(240)	(236)	(458)	(657)	(786)	存货周转率	22.14	24.31	33.07	29.20	27.01
其他经营开支	(1,000)	(1,252)	(2,178)	(3,121)	(3,637)	资产周转率	1.29	1.19	1.79	2.00	1.96
税前盈利	3,247	735	6,497	10,104	12,513	偿债能力					
所得税	(900)	(426)	(1,754)	(2,728)	(3,379)	资产负债率	48.5%	62.8%	62.8%	59.1%	53.8%
净利润	2,347	310	4,742	7,376	9,135	流动比率	1.27	0.67	0.87	1.13	1.48
少数股东损益	2	0	5	7	9	速动比率	1.06	0.55	0.70	0.94	1.28
归股净利润	2,345	309	4,738	7,369	9,126	现金流量表					
EPS	0.44	0.06	0.89	1.39	1.72						
资产负债表						现金流量表					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
现金	2,222	2,921	6,120	11,019	18,983	除税前利润	3,247	735	6,497	10,104	12,513
应收账款及票据	1,616	2,205	3,586	5,488	6,766	融资成本	237	446	516	593	685
存货	1,200	1,154	2,312	3,313	3,965	折旧与摊销	1,891	3,034	4,739	6,075	7,272
总流动资产	7,200	6,593	12,035	19,837	29,732	经营性现金流	4,580	3,657	11,034	13,731	16,351
固定资产	7,690	12,064	14,013	15,029	13,975	资本开支	(4,881)	(5,612)	(5,294)	(5,281)	(4,076)
无形资产	112	92	86	71	55	其他投资活动	(145)	(548)	(228)	(304)	(363)
递延税项资产	170	353	353	353	353	投资性现金流	(5,026)	(6,160)	(5,522)	(5,585)	(4,440)
总资产	20,614	27,527	36,418	45,782	54,367	发行股份所得款	0	0	0	0	0
其他应付款	4,135	4,564	7,075	9,411	11,153	其他融资活动	(1,490)	2,690	(2,313)	(3,248)	(3,947)
应付帐款	1,406	1,583	3,106	4,430	5,265	融资性现金流	(1,490)	2,690	(2,313)	(3,248)	(3,947)
短期银行贷款	122	3,721	3,721	3,721	3,721	现金变化	(1,936)	187	3,199	4,899	7,964
总流动负债	5,664	9,868	13,903	17,563	20,140	期初持有现金	4,119	2,222	2,921	6,120	11,019
长期贷款	85	62	62	62	62	期末持有现金	2,222	2,409	6,120	11,019	18,983
其他非流动负债	4,239	7,360	8,895	9,434	9,045						
总负债	9,988	17,290	22,860	27,058	29,247						
股东权益	10,626	10,237	13,558	18,724	25,120						

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基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，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