

买入

凑凑实现快速恢复，呷哺改善持续进行中

呷哺呷哺 (520.HK)

2021-05-05 星期三

投资要点

目标价: **16.0 港元**
 现价: 12.28 港元
 预计升幅: 30.3%

➤ 全年实现微利，20H2 净利润率恢复至 7.3%:

2020 年，受到疫情影响，公司收入同比-9.5%至 54.55 亿元，实现归母净利润 0.02 亿元，同比-99.4%，如扣除股份奖励计划及受限制股份单位计划产生的开支及国际财务报告准则第 16 号变更的影响，经调整的归母净利润同比-67.1%至 1.3 亿元。20H2 伴随门店运营的逐步恢复，归母净利润由负转正，录得 2.6 亿元，净利润率恢复至 7.3%，较 19H2 提升 4ppt。

➤ 呷哺呷哺受疫情影响较大，21 年预期新开门店 100 家:

2020 年呷哺呷哺餐厅因门店多位于北京、天津及河北等受疫情影响严重的区域，全年收入同比-25.9%至 34.6 亿元，翻座率-0.3 至 2.3 次/天，ASP 得益于产品组合优化及外送销量提升，同比+11.6%至 62.3 元。2020 年公司新开呷哺呷哺餐厅 91 家，并主动关闭经营不达预期或者商圈有调整的门店 52 家，门店数合计 1061 家。21Q1，呷哺新开门店 20 家，全年预期新开门店 100 家，公司将通过持续对门店模型的优化和打磨，加速品牌新生。

➤ 凑凑品牌势能较强，全年运营稳健:

2020 年凑凑新开门店 38 家，门店数合计达 140 家，实现收入 16.9 亿元，同比+40.6%，翻台率较去年同期-0.4 至 2.5 次/天（凑凑今年采用全新的翻台计算标准），ASP-3.7%至 126.6 元，主要是疫情期间加大促销力度所致。20 年同店增速为-9.5%，而 20H2 同店销售已转正，凑凑在疫情后实现快速恢复，展现出较强的品牌势能。2021 年，凑凑将持续加密一线城市，并推进二三线城市的下沉，预期全年新开门店 70 家。作为定位更加高端的子品牌，伴随门店规模的提升及模型的持续优化，凑凑经营利润率具备较大提升空间（2020 年 OPM13.4%）。

➤ 维持“买入”评级，目标价 16.0 港元:

我们保留原预测并引入 2023 年预测，预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.48/0.62/0.80 元，参考公司疫情前历史平均估值并考虑到凑凑 CEO 离职可能对品牌短期运营带来的不确定性，给予 16 港元的目标价，对应 2022 年 22 倍 PE，较现价有 30.3%的涨幅空间，维持“买入”评级。

重要数据

日期	2021-05-04
收盘价 (港元)	12.28
总股本 (百万股)	1,083
总市值 (百万港元)	132,99
净资产 (百万元)	2,340
总资产 (百万元)	5,780
52 周高低	27.15/7.078
每股净资产 (元)	2.16

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

贺光启 41.52%
 GASF 13.56%
 高瓴资本 5.16%

相关报告

呷哺呷哺 (520.HK) 首发报告 20201230

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	6,030	5,455	8,597	10,415	12,685
同比增长 (%)	27.4%	-9.5%	57.6%	21.2%	21.8%
毛利率	63.1%	61.0%	62.8%	63.0%	63.2%
净利润	288	2	510	658	858
同比增长 (%)	-37.7%	-99.4%	27681.5%	29.0%	30.4%
净利润率	4.8%	0.0%	5.9%	6.3%	6.8%
每股盈利	0.27	0.00	0.48	0.62	0.80
PE@12.28HKD	37.9	5959.4	21.5	16.6	12.8

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

全年实现微利，20H2 净利润率恢复至 7.3%：

2020 年，受到疫情影响，公司收入同比-9.5%至 54.55 亿元，实现归母净利润 0.02 亿元，同比-99.4%，如扣除股份奖励计划及受限制股份单位计划产生的开支及国际财务报告准则第 16 号变更的影响，经调整的归母净利润同比-67.1%至 1.3 亿元。20H2 伴随门店运营的逐步恢复，归母净利润由负转正，录得 2.6 亿元，净利润率恢复至 7.3%，较 19H2 提升 4ppt。

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：公司门店数



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

呷哺呷哺受疫情影响较大，21 年预期新开门店 100 家：

2020 年呷哺呷哺餐厅因门店多位于北京、天津及河北等受疫情影响严重的区域，全年收入同比-25.9%至 34.6 亿元，翻座率-0.3 至 2.3 次/天，ASP 得益于产品组合优化及外送销量提升，同比+11.6%至 62.3 元。2020 年公司新开呷哺呷哺餐厅 91 家，并

主动关闭经营不达预期或者商圈有调整的门店 52 家，门店数合计 1061 家。21Q1，呷哺新开门店 20 家，全年预期新开门店 100 家，公司将通过持续对门店模型的优化和打磨，加速品牌新生。

图 5：呷哺呷哺门店数



图 6：呷哺呷哺 ASP



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：呷哺呷哺翻座率



图 8：呷哺呷哺餐厅收入



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

凑凑品牌势能较强，全年运营稳健：

2020 年凑凑新开门店 38 家，门店数合计达 140 家，实现收入 16.9 亿元，同比+40.6%，翻台率较去年同期-0.4 至 2.5 次/天（凑凑今年采用全新的翻台计算标准），ASP-3.7% 至 126.6 元主要是疫情期间加大促销力度所致。20 年同店增速为-9.5%，而 20H2 同店销售已转正，凑凑在疫情后实现快速恢复，展现出较强的品牌势能。2021 年，凑凑将持续加密一线城市，并推进二三线城市的下沉，预期全年新开门店 70 家。作为定位更加高端的子品牌，伴随门店规模的提升及模型的持续优化，凑凑经营利润率具备较大提升空间（2020 年 OPM13.4%）。

图 9：凑凑门店数



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 10：凑凑收入



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 11：凑凑经营利润率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 12：凑凑翻座率及 ASP

凑凑	ASP		翻座率		同店增速 (%)
	2019	2020	2019	2020	2019/2020
一线城市	133.6	128.8	3.1	2.6	-15.7
二线城市	127.8	121.7	2.7	2.4	-1.2
三线城市	127.1	107.6	3.2	1.5	-
中国大陆以外	221.9	177.7	2.8	2.4	-14.4
整体	131.5	126.6	2.9	2.5	-9.5

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

维持“买入”评级，目标价 16.0 港元：

我们保留原预测并引入 2023 年预测，预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.48/0.62/0.80 元，参考公司疫情前历史平均估值并考虑到凑凑 CEO 离职可能对品牌短期运营带来的不确定性，给予 16 港元的目标价，对应 2022 年 22 倍 PE，较现价有 30.3% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

财务报表摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,007	2,218	2,952	3,741	4,812	营业收入	6,030	5,455	8,597	10,415	12,685
存货	712	691	1,089	1,319	1,607	原材料及耗材	-2,225	-2,130	-3,198	-3,854	-4,668
贸易应收款项	378	392	617	748	911	毛利	3,805	3,325	5,399	6,561	8,017
现金及现金等价物	785	1,097	1,246	1,674	2,295	其他收入	54	171	86	104	127
非流动资产	3,619	3,562	3,691	3,768	3,819	员工成本	-1,544	-1,478	-2,218	-2,656	-3,235
物业、厂房及设备	1,313	1,297	1,414	1,490	1,541	物业租金	-254	-220	-361	-436	-507
无形资产	3	2	3	3	3	公用事业费用	-212	-190	-303	-367	-447
递延税项资产	79	86	86	86	86	折旧及摊销	-839	-1,006	-1,204	-1,458	-1,751
其他非流动资产	2,223	2,178	2,188	2,188	2,188	其他开支	-405	-382	-576	-698	-850
资产总计	5,626	5,780	6,643	7,509	8,631	其他收益及亏损	-6	-54	-9	-10	-13
流动负债	1,714	1,979	2,711	3,307	4,028	利润总额	503	67	677	874	1,139
贸易应付款项	350	341	512	617	748	所得税	-213	-56	-163	-210	-273
应付费用及其他应付款项	656	704	1,056	1,273	1,542	净利润	291	11	515	664	866
应交所得税	96	46	46	46	46	少数股东损益	3	10	4	6	8
合同负债	146	302	302	302	302	归属母公司净利润	288	2	510	658	858
递延收入	2	2	2	2	2	EPS(元)	0.27	0.00	0.48	0.62	0.80
非流动负债	1,525	1,461	1,286	1,160	1,047	主要财务比率					
递延收入	10	26	26	26	26	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	3,239	3,440	3,997	4,468	5,075	成长性(%)					
股本	0	0	0	0	0	营业收入增长率	27.4%	-9.5%	57.6%	21.2%	21.8%
储备	2,375	2,319	2,625	3,020	3,535	营业利润增长率	-17.4%	-86.6%	908.4%	29.0%	30.4%
归属母公司权益	2,375	2,319	2,625	3,020	3,535	归属净利润增长率	-37.7%	-99.4%	27681.5%	29.0%	30.4%
少数股东权益	11	21	21	21	21	盈利能力(%)					
股东权益合计	2,387	2,340	2,646	3,041	3,556	毛利率	63.1%	61.0%	62.8%	63.0%	63.2%
负债及权益合计	5,626	5,780	6,643	7,509	8,631	净利率	4.8%	0.0%	5.9%	6.3%	6.8%
						ROE	12.5%	0.1%	20.6%	23.3%	26.2%
						偿债能力(%)					
						资产负债率	57.6%	59.5%	60.2%	59.5%	58.8%
						流动比率	1.17	1.12	1.09	1.13	1.19
						速动比率	0.76	0.77	0.69	0.73	0.80
						营运能力(次)					
						资产周转率	1.36	0.96	1.38	1.47	1.57
						存货周转率	4.04	3.04	3.59	3.20	3.19
						每股资料(元)					
						每股收益	0.27	0.00	0.48	0.62	0.80
						每股经营现金	0.96	1.19	1.24	1.49	1.71
						每股净资产	2.23	2.17	2.45	2.82	3.30
						估值比率(倍)					
						PE	37.87	5959.38	21.45	16.63	12.76
						PB	4.59	4.72	4.17	3.62	3.10

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