

持有**放缓开店节奏，持续关注内部调整成效****海底捞 (6862.HK)**

2021-09-01 星期三

投资要点目标价: **36.0 港元**

现价: 31.7 港元

预计升幅: 13.6%

➤ **收入增速较快，盈利仍然承压：**

21H1 公司收入 200.9 亿元，同比+105.9%，其中海底捞餐厅/其他餐厅/外卖/调味品及食材销售/其他收入分别为 194.2/0.9/3.5/2.1/0.3 亿元，占比分别为 96.6%/0.5%/1.7%/1.1%/0.1%；实现净利润 0.97 亿元，符合此前业绩预告。

➤ **散发疫情+快速展店，门店翻台承压：**

因对疫情预判过于乐观，20H2/21H1 公司新开门店 371/310 家，21H1 门店数合计达 1,597 家，但今年以来的散发疫情对门店恢复尤其是对新店的影响较大，新店爬坡期拉长，21H1 整体翻台率 3.0 次/天 (vs 20H1 3.3 次/天)，其中新开/现有餐厅翻台分别为 2.3/3.1 次/天 (vs 20H1 2.4/3.4 次/天)，同店翻台与去年同期持平在 3.4 次/天，一线/二线/三线及以下/境外城市翻台分别为 3.0/3.1/2.9/2.2 次/天，同比变动 0/-0.4/-0.7/-0.4 次/天，二线/三线及以下城市翻台压力较大和拓张加速有关，期内，一线/二线/三线及以下/境外城市分别净开 32/94/160/13 家。

➤ **费率同比有所降低，下半年开店放缓：**

因收入提升，食材/人工/租金/折旧及摊销成本率为 42.3%/35.6%/1%/10.8%，同比-2.2/-6.1/+0.1/-2.5pct，但环比变动 0.3/5.9/0.2/1.6pct，人工成本率环比提升较多主要因公司 20Q3 上调员工薪资所致（幅度在 20-25%）。6 月份公司对组织架构进行调整，将区域统筹教练模式改为大、小区管理模式，缩短管理半径、增加考核指标、提升考核频率，近期目标放在已开门店经营指标的提升上，7/8 月开店 30/20 家左右，不排除四季度单月有个位数开店的情况，下半年开店会大幅放缓。

➤ **目标价 36.0 港元，给予“持有”评级：**

下半年开店放缓，门店加密对翻台的影响将边际减弱，如果疫情没有大规模爆发，预期 21H2 的经营情况将好于 21H1，而组织架构的调整效果还需持续观察，非短期可见。因下半年开店放缓，我们下调盈利预测，预计 21/22 年 EPS 分别为 0.25/0.64 元，降目标价至 36.0 港元，对应 2022 年 0.5 倍 PEG，给予持有评级。

重要数据

日期	2021-08-31
收盘价 (港元)	31.7
总股本 (百万股)	5,459
总市值 (百万港元)	173,050
净资产 (百万元)	10,237
总资产 (百万元)	27,527
52 周高低	85.8/26.1
每股净资产 (元)	1.93

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

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

海底捞 (6862.HK) 更新报告-20200827

海底捞 (6862.HK) 更新报告-20210426

海底捞 (6862.HK) 更新报告-20210726

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	44,962	62,675	78,580
同比增长 (%)	56.5%	7.8%	57.1%	39.4%	25.4%
毛利率	57.7%	57.1%	57.6%	58.0%	58.0%
净利润	2,347	310	1,390	3,480	5,101
同比增长 (%)	42.3%	-86.8%	349.2%	150.3%	46.6%
净利润率	8.8%	1.1%	3.1%	5.6%	6.5%
每股盈利	0.44	0.06	0.25	0.64	0.93
PE@31.7HKD	59.7	452.8	103.8	41.5	28.3

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

收入增速较快，盈利仍然承压：

公司 21H1 实现销售收入 200.9 亿元，同比+105.9%，其中海底捞餐厅/其他餐厅/外卖/调味品及食材销售/其他收入分别为 194.2/0.9/3.5/2.1/0.3 亿元，占比分别为 96.6%/0.5%/1.7%/1.1%/0.1%；实现净利润 0.97 亿元，符合此前业绩预告。

图 1：公司收入及增速



资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

图 2：公司净利润（百万元）

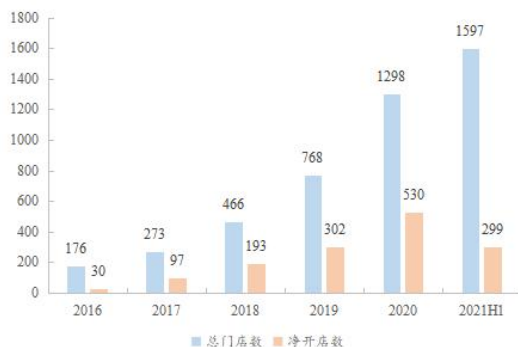


资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

散发疫情+快速展店，门店翻台承压：

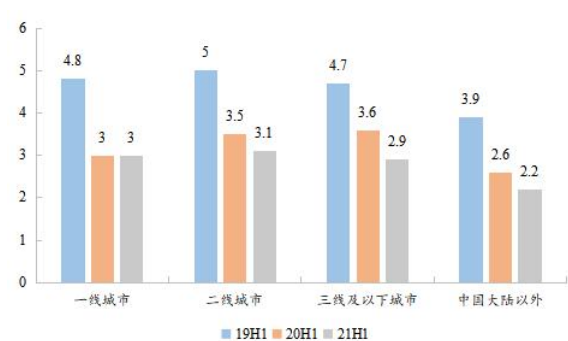
因对疫情预判过于乐观，20H2/21H1 公司新开门店 371/310 家，21H1 门店数合计达 1,597 家，但今年以来的散发疫情对门店恢复尤其是对新店的影响较大，新店爬坡期拉长，21H1 整体翻台率 3.0 次/天（vs 20H1 3.3 次/天），其中新开/现有餐厅翻台分别为 2.3/3.1 次/天（vs 20H1 2.4/3.4 次/天），同店翻台与去年同期持平在 3.4 次/天，一线/二线/三线及以下/境外城市翻台分别为 3.0/3.1/2.9/2.2 次/天，同比变动 0/-0.4/-0.7/-0.4 次/天，二线/三线及以下城市翻台压力较大和拓张加快有关，期内，一线/二线/三线及以下/境外城市分别净开 32/94/160/13 家。

图 3：公司门店数



资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

图 4：公司翻台率



资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

图 5：各线级城市门店数



资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

图 6：各线级城市门店数增速



资料来源：公司财报、国元证券经纪（香港）整理

➤ **费率同比有所降低，下半年开店放缓：**

因收入提升，食材/人工/租金/折旧及摊销成本率分别为 42.3%/35.6%/1%/10.8%，同比 -2.2/-6.1/+0.1/-2.5pct，但环比变动 0.3/5.9/0.2/1.6pct，人工成本率环比提升较多主要因公司 20Q3 上调员工薪资所致（幅度在 20-25%）。6 月份公司对组织架构进行调整，将区域统筹教练模式改为大、小区管理模式，缩短管理半径，增加考核指标、提升考核频率，近期目标放在已开门店经营指标的提升上，7/8 月开店 30/20 家左右，不排除四季度单月有个位数开店的情况，下半年开店会大幅放缓。

目标价 36.0 港元，给予“持有”评级：

下半年开店放缓，门店加密对翻台的影响将边际减弱，如果疫情没有大规模爆发，预期 21H2 的经营情况将好于 21H1，而组织架构的调整效果还需持续观察，非短期可见。因下半年开店放缓，我们下调盈利预测，预计 21/22 年 EPS 分别为 0.25/0.64 元，降目标价至 36.0 港元，对应 2022 年 0.5 倍 PEG，给予持有评级。

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					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	26,556	28,614	44,962	62,675	78,580	盈利能力					
营业成本	(11,239)	(12,261)	(19,064)	(26,323)	(33,004)	毛利率 (%)	57.7%	57.1%	57.6%	58.0%	58.0%
毛利	15,317	16,353	25,898	36,351	45,577	净利率 (%)	8.8%	1.1%	3.1%	5.6%	6.5%
其他收入	263	361	450	627	786						
员工成本	(7,993)	(9,677)	(15,197)	(20,369)	(25,146)	营运表现					
物业租金	(240)	(236)	(445)	(620)	(778)	实际税率 (%)	27.7%	57.9%	27.0%	27.0%	27.0%
其他经营开支	(1,000)	(1,252)	(1,798)	(2,350)	(2,947)	存货周转率	22.14	24.31	30.30	28.87	27.58
税前盈利	3,247	735	1,905	4,767	6,988	资产周转率	1.29	1.19	1.51	1.80	1.95
所得税	(900)	(426)	(514)	(1,287)	(1,887)						
净利润	2,347	310	1,390	3,480	5,101	偿债能力					
少数股东损益	2	0	1	3	5	资产负债率	48.5%	62.8%	65.1%	63.5%	60.2%
归母净利润	2,345	309	1,389	3,477	5,096	流动比率	1.27	0.67	0.72	0.92	1.14
EPS	0.44	0.06	0.25	0.64	0.93	速动比率	1.06	0.55	0.57	0.75	0.96
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	4,202	7,158	11,584	除税前利润	3,247	735	1,905	4,767	6,988
应收账款及票据	1,616	2,205	2,813	4,188	5,408	融资成本	237	446	516	593	685
存货	1,200	1,154	1,814	2,528	3,170	折旧与摊销	1,891	3,034	4,739	5,882	6,808
总流动资产	7,200	6,593	8,846	13,892	20,180	经营性现金流	4,580	3,657	7,393	9,515	11,972
固定资产	7,690	12,064	13,293	13,334	12,977	资本开支	(4,881)	(5,612)	(4,574)	(4,169)	(4,434)
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)	(4,802)	(4,473)	(4,797)
总资产	20,614	27,527	32,135	37,362	43,310	发行股份所得款	0	0	0	0	0
其他应付款	4,135	4,564	6,157	7,943	9,724	其他融资活动	(1,490)	2,690	(1,310)	(2,086)	(2,749)
应付帐款	1,406	1,583	2,461	3,398	4,260	融资性现金流	(1,490)	2,690	(1,310)	(2,086)	(2,749)
短期银行贷款	122	3,721	3,721	3,721	3,721	现金变化	(1,936)	187	1,281	2,956	4,426
总流动负债	5,664	9,868	12,339	15,062	17,705	期初持有现金	4,119	2,222	2,921	4,202	7,158
长期贷款	85	62	62	62	62	期末持有现金	2,222	2,409	4,202	7,158	11,584
其他非流动负债	4,239	7,360	8,523	8,590	8,323						
总负债	9,988	17,290	20,924	23,714	26,090						
股东权益	10,626	10,237	11,211	13,648	17,220						

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