

**持有****大刀阔斧调整，静待成效****呷哺呷哺 (520.HK)**

2021-05-26 星期三

**投资要点**

目标价: **11.0 港元**  
 现价: 9.8 港元  
 预计升幅: 12.0%

➤ **因业绩未达预期，更换现任 CEO：**

公司近日公告因现任 CEO 赵怡女士在任期间未达到董事会的业绩要求，故予以解任。呷哺呷哺品牌多年来采用轴辐式扩张策略，由大本营北京出发，截至 2020 年底门店数已达 1,061 家，然而华东、华南作为餐饮消费的主要发展市场，扩张速度和调整并不尽如人意。现集团 CEO 由创始人贺光启先生接任，望能打破异地扩张瓶颈，促进公司长远发展。

➤ **凑凑全年开店预期不变，呷哺呷哺开店或将缩水：**

2021 年预期凑凑新开门店 70 家，截至目前仅开出 4 家门店。公司已将凑凑团队进行重新梳理，将原来的 6 个大区划分为 12 个大区，增加区域负责人，进行扁平化管理，预期 21Q3 开店力度会有所加大。呷哺呷哺品牌年初计划新开 100 家门店，但因疫情及品牌调整影响，恢复进度不及预期，2021 年 1-3 月分别恢复至 2019 年同期约 70%/80%/80%，预计品牌扩张速度将会放缓，实际开店需视恢复程度及调整进度而定。

➤ **大刀阔斧推进集团整合，调整效果需持续观察：**

贺光启先生上任后首先将集团资源进行全面整合，包括管理、研发、IT、招聘、品牌会员系统等方面，以最大化利用资源，促进各子品牌的协同发展；第二，建立员工薪酬激励机制，员工所得与贡献直接挂钩，提升员工薪资在市场的竞争力；第三，面对日益激烈的市场竞争环境以及消费者多变的口味喜好，持续优化餐厅模型；第四，加速推动内部加盟体系，开放获利分红予门店店长及区域长；第五，对于企业文化建设、人员专业的培养、内部晋升管道等方面进行全面梳理。

➤ **下调至“持有”评级，目标价 11.0 港元：**

考虑到呷哺呷哺品牌异地扩张面临瓶颈、恢复不达预期、开店或将缩水，同时经营方面的变动可能导致相关费用的增加，我们下调原盈利预测，预计 2021-2022 年 EPS 分别为 0.46/0.58 元。短期内公司出现重大人事变动，经营前景较不明朗，调整效果需持续观察，我们下调目标价至 11.0 港元，对应 2022 年 15.8 倍 PE，较现价有 12% 的涨幅空间，下调评级至“持有”。

**重要数据**

| 日期         | 2021-05-25  |
|------------|-------------|
| 收盘价 (港元)   | 9.8         |
| 总股本 (百万股)  | 1,083       |
| 总市值 (百万港元) | 10,613      |
| 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  
 呷哺呷哺 (520.HK) 更新报告 20210330

**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  | 8,224    | 9,791 | 11,746 |
| 同比增长 (%)  | 27.4%  | -9.5%  | 50.8%    | 19.1% | 20.0%  |
| 毛利率       | 63.1%  | 61.0%  | 62.8%    | 63.0% | 63.0%  |
| 净利润       | 288    | 2      | 487      | 622   | 793    |
| 同比增长 (%)  | -37.7% | -99.4% | 26417.3% | 27.7% | 27.4%  |
| 净利润率      | 4.8%   | 0.0%   | 5.9%     | 6.4%  | 6.7%   |
| 每股盈利      | 0.27   | 0.00   | 0.46     | 0.58  | 0.74   |
| PE@9.8HKD | 30.2   | 4757.0 | 17.9     | 14.1  | 11.0   |

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

## 报告正文

### 因业绩未达预期，更换现任 CEO：

公司近日公告因现任 CEO 赵怡女士在任期间未达到董事会的业绩要求，故予以解任。呷哺呷哺品牌多年来采用轴辐式扩张策略，由大本营北京出发，截至 2020 年底门店数已达 1,061 家，然而华东、华南作为餐饮消费的主要发展市场，扩张速度和调整并不尽如人意。现集团 CEO 由创始人贺光启先生接任，望能打破异地扩张瓶颈，促进公司长远发展。

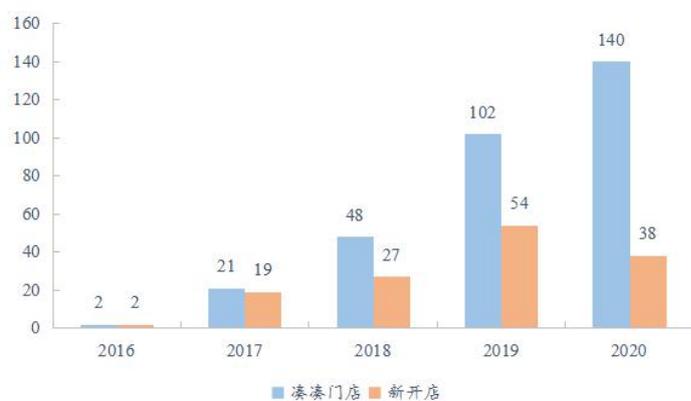
### 凑凑全年开店预期不变，呷哺呷哺开店或将缩水：

2021 年预期凑凑新开门店 70 家，截至目前仅开出 4 家门店。公司已将凑凑团队进行重新梳理，将原来的 6 个大区划分为 12 个大区，增加区域负责人，进行扁平化管理，预期 21Q3 开店力度会有所加大。呷哺呷哺品牌年初计划新开 100 家门店，但因疫情及品牌调整影响，恢复进度不及预期，2021 年 1-3 月分别恢复至 2019 年同期约 70%/80%/80%，预计品牌扩张速度将会放缓，实际开店需视恢复程度及调整进度而定。

图 1：呷哺呷哺门店数



图 2：凑凑门店数



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

### 大刀阔斧推进集团整合，调整效果需持续观察：

贺光启先生上任后首先将集团资源进行全面整合，包括管理、研发、IT、招聘、品牌会员系统等方面，以最大化利用资源，促进各子品牌的协同发展；第二，建立员工薪酬激励机制，员工所得与贡献直接挂钩，提升员工薪资在市场的竞争力；第三，面对日益激烈的市场竞争环境以及消费者多变的口味喜好，持续优化餐厅模型；第四，加速推动内部加盟体系，开放获利分红予门店店长及区域长；第五，对于企业文化建设、人员专业的培养、内部晋升管道等方面进行全面梳理。

### 下调至“持有”评级，目标价 11.0 港元：

考虑到呷哺呷哺品牌恢复较为乏力，开店或将缩水，同时经营方面的变动可能导致相关费用的增加，我们下调原盈利预测，预计 2021-2022 年 EPS 分别为 0.46/0.58 元。短期内公司出现重大人事变动，经营前景较不明朗，调整效果需持续观察，我们下调目标价至 11.0 港元，对应 2022 年 15.8 倍 PE，较现价有 12% 的涨幅空间，下调评级至“持有”。

表 1：可比公司估值

| 公司        | 代码      | 收盘价<br>2021/5/25 | 市值<br>(亿港币) | EPS   |       |       |       | PE           |                |             |             |
|-----------|---------|------------------|-------------|-------|-------|-------|-------|--------------|----------------|-------------|-------------|
|           |         |                  |             | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2019A        | 2020A          | 2021E       | 2022E       |
| 海底捞       | 6862.HK | 45.80            | 2,541       | 0.44  | 0.06  | 0.89  | 1.39  | 86.7         | 636.1          | 42.9        | 27.5        |
| 大家乐       | 0341.HK | 16.74            | 99          | 0.13  | 0.59  | 0.61  | 0.85  | 128.8        | -              | 27.4        | 19.7        |
| 呷哺呷哺      | 0520.HK | 9.80             | 104         | 0.27  | 0.00  | 0.46  | 0.58  | 30.2         | 4,757.0        | 17.9        | 14.1        |
| 九毛九       | 9922.HK | 31.45            | 462         | 0.12  | 0.09  | 0.35  | 0.51  | 218.4        | 291.2          | 74.6        | 51.7        |
| 百胜中国      | 9987.HK | 503.00           | 2,114       | 1.84  | 1.95  | 2.03  | 2.31  | 42.2         | 39.8           | 38.2        | 33.6        |
| <b>平均</b> |         |                  |             |       |       |       |       | <b>101.3</b> | <b>1,431.0</b> | <b>40.2</b> | <b>29.3</b> |

资料来源：wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理

## 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  |
| <b>流动资产</b>    | 2,007 | 2,218 | 2,996 | 3,696 | 4,648 | <b>营业收入</b>     | 6,030  | 5,455  | 8,224  | 9,791  | 11,746 |
| 存货             | 712   | 691   | 1,042 | 1,240 | 1,488 | 原材料及耗材          | -2,225 | -2,130 | -3,059 | -3,623 | -4,346 |
| 贸易应收款项         | 378   | 392   | 591   | 703   | 843   | 毛利              | 3,805  | 3,325  | 5,165  | 6,168  | 7,400  |
| 现金及现金等价物       | 785   | 1,097 | 1,364 | 1,752 | 2,317 | 其他收入            | 54     | 171    | 82     | 98     | 117    |
| <b>非流动资产</b>   | 3,619 | 3,562 | 3,468 | 3,633 | 3,832 | 员工成本            | -1,544 | -1,478 | -2,155 | -2,565 | -3,054 |
| 物业、厂房及设备       | 1,313 | 1,297 | 1,455 | 1,518 | 1,505 | 物业租金            | -254   | -220   | -329   | -392   | -470   |
| 无形资产           | 3     | 2     | 3     | 3     | 4     | <b>利润总额</b>     | 503    | 67     | 647    | 825    | 1,052  |
| <b>资产总计</b>    | 5,626 | 5,780 | 6,464 | 7,328 | 8,480 | 所得税             | -213   | -56    | -155   | -198   | -252   |
| <b>流动负债</b>    | 1,714 | 1,979 | 2,415 | 2,691 | 3,046 | 净利润             | 291    | 11     | 491    | 627    | 800    |
| 贸易应付款项         | 350   | 341   | 490   | 580   | 696   | 少数股东损益          | 3      | 10     | 4      | 5      | 7      |
| 应付费用及其他应付款项    | 656   | 704   | 1,010 | 1,196 | 1,435 | <b>归属母公司净利润</b> | 288    | 2      | 487    | 622    | 793    |
| 应交所得税          | 96    | 46    | 46    | 46    | 46    | <b>EPS (元)</b>  | 0.27   | 0.00   | 0.46   | 0.58   | 0.74   |
| 递延收入           | 2     | 2     | 2     | 2     | 2     |                 |        |        |        |        |        |
| <b>非流动负债</b>   | 1,525 | 1,461 | 1,417 | 1,632 | 1,953 |                 |        |        |        |        |        |
| 递延收入           | 10    | 26    | 26    | 26    | 26    |                 |        |        |        |        |        |
| <b>负债合计</b>    | 3,239 | 3,440 | 3,832 | 4,323 | 4,999 |                 |        |        |        |        |        |
| 股本             | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |                 |        |        |        |        |        |
| 储备             | 2,375 | 2,319 | 2,611 | 2,984 | 3,460 |                 |        |        |        |        |        |
| <b>归属母公司权益</b> | 2,375 | 2,319 | 2,611 | 2,984 | 3,460 |                 |        |        |        |        |        |
| 少数股东权益         | 11    | 21    | 21    | 21    | 21    |                 |        |        |        |        |        |
| <b>股东权益合计</b>  | 2,387 | 2,340 | 2,632 | 3,006 | 3,481 |                 |        |        |        |        |        |
| <b>负债及权益合计</b> | 5,626 | 5,780 | 6,464 | 7,328 | 8,480 |                 |        |        |        |        |        |

| 现金流量表             |       |       |       |       |       |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元            |       |       |       |       |       |
| 会计年度              | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 除税前溢利             | 503   | 67    | 647   | 825   | 1,052 |
| 折旧和摊销             | 839   | 1,006 | 1,112 | 1,307 | 1,530 |
| 公允价值变动损失          | -37   | -60   | -     | -     | -     |
| 财务费用              | -8    | -9    | -13   | -16   | -19   |
| 无形资产摊销            | 3     | 3     | 1     | 2     | 2     |
| 所得税               | -163  | -113  | -155  | -198  | -252  |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 1,022 | 1,270 | 1,285 | 1,473 | 1,780 |
| 固定资产开支            | -727  | -405  | -665  | -671  | -701  |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -906  | -374  | -672  | -679  | -710  |
| 已付股息              | -167  | -80   | -195  | -249  | -317  |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | -673  | -566  | -346  | -405  | -505  |
| 现金净变动             | -556  | 312   | 266   | 389   | 565   |
| 现金的期初余额           | 1,341 | 785   | 1,097 | 1,364 | 1,752 |
| 现金的期末余额           | 785   | 1,097 | 1,364 | 1,752 | 2,317 |

| 主要财务比率          |        |         |          |       |       |
|-----------------|--------|---------|----------|-------|-------|
| 会计年度            | 2019A  | 2020A   | 2021E    | 2022E | 2023E |
| <b>成长性 (%)</b>  |        |         |          |       |       |
| 营业收入增长率         | 27.4%  | -9.5%   | 50.8%    | 19.1% | 20.0% |
| 营业利润增长率         | -17.4% | -86.6%  | 862.5%   | 27.7% | 27.4% |
| 归属净利润增长率        | -37.7% | -99.4%  | 26417.3% | 27.7% | 27.4% |
| <b>盈利能力 (%)</b> |        |         |          |       |       |
| 毛利率             | 63.1%  | 61.0%   | 62.8%    | 63.0% | 63.0% |
| 净利率             | 4.8%   | 0.0%    | 5.9%     | 6.4%  | 6.7%  |
| ROE             | 12.5%  | 0.1%    | 19.8%    | 22.2% | 0.0%  |
| <b>偿债能力 (%)</b> |        |         |          |       |       |
| 资产负债率           | 57.6%  | 59.5%   | 59.3%    | 59.0% | 58.9% |
| 流动比率            | 1.17   | 1.12    | 1.24     | 1.37  | 1.53  |
| 速动比率            | 0.76   | 0.77    | 0.81     | 0.91  | 1.04  |
| <b>营运能力 (次)</b> |        |         |          |       |       |
| 资产周转率           | 1.36   | 0.96    | 1.34     | 1.42  | 1.49  |
| 存货周转率           | 4.04   | 3.04    | 3.53     | 3.18  | 3.19  |
| <b>每股资料 (元)</b> |        |         |          |       |       |
| 每股收益            | 0.27   | 0.00    | 0.46     | 0.58  | 0.74  |
| 每股经营现金          | 0.96   | 1.19    | 1.20     | 1.38  | 1.66  |
| 每股净资产           | 2.23   | 2.17    | 2.44     | 2.79  | 3.23  |
| <b>估值比率 (倍)</b> |        |         |          |       |       |
| PE              | 30.23  | 4757.00 | 17.94    | 14.05 | 11.03 |
| PB              | 3.67   | 3.77    | 3.35     | 2.93  | 2.53  |

# 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