

买入

21H1 业绩不及预期，积极调整，静待成效

海底捞 (6862.HK)

2021-07-26 星期一

投资要点

目标价: **42.0 港元**

现价: 34.7 港元

预计升幅: 21.0%

➤ 预期 2021H1 收入+104%，净利润 0.8-1 亿元：

公司发布中期业绩预告，预期 2021 年上半年公司收入约为 200 亿元人民币，增长约 104%，主要是去年同期基数较低；净利润 0.8-1 亿元人民币，业绩表现低于预期，主要是疫情影响门店翻台恢复及新店爬坡表现，且相关开支增加，以及海外门店运营持续受到疫情影响所致。

重要数据

日期	2021-07-26
收盘价 (港元)	34.7
总股本 (百万股)	5,300
总市值 (百万港元)	183,910
净资产 (百万元)	10,237
总资产 (百万元)	27,527
52 周高低	85.8/33.0
每股净资产 (元)	1.93

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 疫情影响恢复进度，新店经营压力较大：

公司去年大举开店 (全年新开门店 544 家)，对疫情恢复进度的预判过于乐观。年初至今，我国部分地区仍有疫情复发，疫情防控常态化进一步加强，对海底捞门店的恢复，尤其对新店的影响较大，新店爬坡期拉长，预期上半年整体翻台率恢复至 2019 年同期的 7-8 成。

➤ 下半年开店或将进一步放缓，积极调整静待成效：

公司上半年预期新开门店 300 家左右，下半年开店速度会有所减缓，预期全年新开 400+ 门店。鉴于新店表现不达预期，管理层将今年工作重点放于内部组织架构调整以及新店运营指标提升上，包括 1、重塑组织架构，成立 16 个大区，以区域为核心进行产品研发、营销、员工培训、拓店计划等工作，权利进一步下放；2、增加翻台率等考核指标，推出超额利润分红机制，让更多一线员工也可享受纯利的激励；3、内部在产品及服务方面会加强创新，激发品牌活力。

主要股东

NP United Holding Ltd. (34.00%)

ZY NP Ltd. (26.41%)

➤ 维持“买入”评级，目标价 42.0 港元：

在新冠疫情时有复发、洪涝灾害、新店经营压力较大的内忧外患之下，短期公司经营或面临较大挑战。公司已积极调整，显现成效尚需时日，我们拭目以待。基于公司上半年的业绩表现，我们下调原盈利预测，预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.34/0.68/0.97 元，下调目标价至 42.0 港元，对应 2022 年 51 倍 PE，维持“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

海底捞 (6862.HK) 更新报告-20210426

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	47,322	64,606	80,998
同比增长 (%)	56.5%	7.8%	65.4%	36.5%	25.4%
毛利率	57.7%	57.1%	57.6%	58.0%	58.0%
净利润	2,347	310	1,829	3,631	5,155
同比增长 (%)	42.3%	-86.8%	491.0%	98.5%	42.0%
净利润率	8.8%	1.1%	3.9%	5.6%	6.4%
每股盈利	0.44	0.06	0.34	0.68	0.97
PE@34.7HKD	65.4	495.6	83.9	42.3	29.8

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理
 汇率: 1 港元 ≈ 0.8334 人民币

报告正文

预期 2021H1 收入+104%，净利润 0.8-1 亿元：

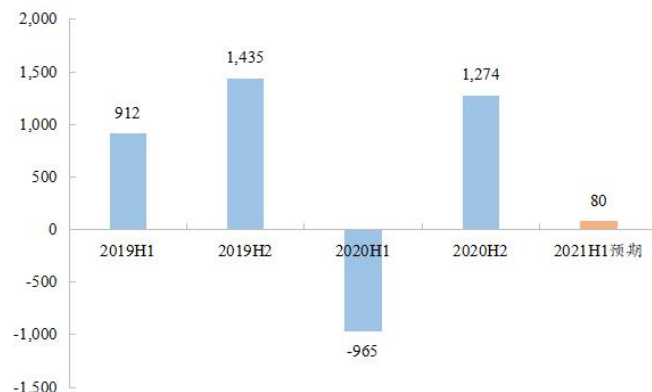
公司发布中期业绩预告，预期 2021 年上半年公司收入约为 200 亿元人民币，增长约 104%，主要是去年同期基数较低；净利润 0.8-1 亿元人民币，业绩表现低于预期，主要是疫情影响门店翻台恢复及新店爬坡表现，且相关开支增加，以及海外门店运营持续受到疫情影响所致。

图 1：公司收入及增速



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 2：公司净利润（百万元）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

疫情影响恢复进度，新店经营压力较大：

公司去年大举开店（全年新开门店 544 家），对疫情恢复进度的预判过于乐观。年初至今，我国部分地区仍有疫情复发，疫情防控常态化进一步加强，对海底捞门店的恢复，尤其对新店的影响较大，新店爬坡期拉长，预期上半年整体翻台率恢复至 2019 年同期的 7-8 成。

下半年开店或将进一步放缓，积极调整静待成效：

公司上半年预期新开门店 300 家左右，下半年开店速度会有所减缓，预期全年新开 400+ 门店。鉴于新店表现不达预期，管理层将今年工作重点放于内部组织架构调整以及新店运营指标提升上，包括 1、重塑组织架构，成立 16 个大区，以区域为核心进行产品研发、营销、员工培训、拓店计划等工作，权利进一步下放；2、增加翻台率等考核指标，推出超额利润分红机制，让更多一线员工也可享受纯利的激励；3、内部在产品及服务方面会加强创新，激发品牌活力。

维持“买入”评级，目标价 42.0 港元：

在新冠疫情时有复发、洪涝灾害、新店经营压力较大的内忧外患之下，短期公司经营或面临较大挑战。公司已积极调整，显现成效尚需时日，我们拭目以待。基于公

司上半年的业绩表现，我们下调原盈利预测，预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.34/0.68/0.97 元，下调目标价至 42.0 港元，对应 2022 年 51 倍 PE，维持“买入”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	47,322	64,606	80,998	盈利能力					
营业成本	(11,239)	(12,261)	(20,065)	(27,135)	(34,019)	毛利率 (%)	57.7%	57.1%	57.6%	58.0%	58.0%
毛利	15,317	16,353	27,258	37,472	46,979	净利率 (%)	8.84%	1.08%	3.87%	5.62%	6.36%
其他收入	263	361	473	517	648						
员工成本	(7,993)	(9,677)	(15,853)	(20,997)	(25,919)	营运表现					
物业租金	(240)	(236)	(402)	(549)	(688)	实际税率 (%)	27.7%	57.9%	27.0%	27.0%	27.0%
其他经营开支	(1,000)	(1,252)	(1,893)	(2,455)	(3,078)	存货周转率	22.14	24.31	30.90	28.62	27.58
税前盈利	3,247	735	2,506	4,974	7,061	资产周转率	1.29	1.19	1.57	1.82	1.96
所得税	(900)	(426)	(677)	(1,343)	(1,907)	偿债能力					
净利润	2,347	310	1,829	3,631	5,155	资产负债率	48.5%	62.8%	64.8%	63.3%	60.2%
少数股东损益	2	0	2	4	5	流动比率	1.27	0.67	0.75	0.90	1.13
归母净利润	2,345	309	1,828	3,627	5,150	速动比率	1.06	0.55	0.60	0.73	0.95
EPS	0.44	0.06	0.34	0.68	0.97						
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	4,578	6,823	11,489	除税前利润	3,247	735	2,506	4,974	7,061
应收账款及票据	1,616	2,205	2,961	4,317	5,575	融资成本	237	446	516	593	685
存货	1,200	1,154	1,909	2,606	3,267	折旧与摊销	1,891	3,034	4,739	5,882	7,004
总流动资产	7,200	6,593	9,466	13,764	20,348	经营性现金流	4,580	3,657	7,900	9,643	12,228
固定资产	7,690	12,064	13,293	14,128	13,624	资本开支	(4,881)	(5,612)	(4,574)	(4,963)	(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)	(5,267)	(4,797)
总资产	20,614	27,527	32,755	38,359	44,407	发行股份所得款	0	0	0	0	0
其他应付款	4,135	4,564	6,341	8,092	9,910	其他融资活动	(1,490)	2,690	(1,441)	(2,131)	(2,765)
应付帐款	1,406	1,583	2,590	3,502	4,391	融资性现金流	(1,490)	2,690	(1,441)	(2,131)	(2,765)
短期银行贷款	122	3,721	3,721	3,721	3,721	现金变化	(1,936)	187	1,657	2,245	4,666
总流动负债	5,664	9,868	12,652	15,315	18,022	期初持有现金	4,119	2,222	2,921	4,578	6,823
长期贷款	85	62	62	62	62	期末持有现金	2,222	2,409	4,578	6,823	11,489
其他非流动负债	4,239	7,360	8,523	8,920	8,652						
总负债	9,988	17,290	21,236	24,298	26,736						
股东权益	10,626	10,237	11,518	14,061	17,671						

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