

# 持有

# 受关店减值及散发疫情影响, 21H1 业绩低于预期

**呷哺呷哺 (520.HK)**

2021-09-06 星期一

## 投资要点

目标价: **8.2 港元**  
 现价: 7.59 港元  
 预计升幅: 8.0%

### 受疫情及关店减值影响, 21H1 净亏损 4,992 万元:

因去年同期基数较低, 21H1 公司收入同比+58.5%至 30.5 亿元; 其中呷哺呷哺/凑凑/调料产品业务销售收入分别为 18.7/11.3/0.5 亿元, 同比+50.6%/+90.0%/-15.8%, 录得净亏损 4,992 万元, 主要因呷哺呷哺品牌门店关闭, 计提资产减值损失约 1.2 亿元, 及疫情复发对门店恢复进度及运营造成影响所致, 符合此前业绩预告。

## 重要数据

日期	2021-09-06
收盘价 (港元)	7.59
总股本 (百万股)	1,083
总市值 (百万港元)	8,219
净资产 (百万元)	2,340
总资产 (百万元)	5,780
52 周高低	27.1/5.8
每股净资产 (元)	2.16

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

### 呷哺呷哺品牌进入深度调整, 21 年注重固本培元:

21H1 呷哺呷哺收入同比+50.6%至 18.7 亿元, 整体翻座率 2.3 次/天 (vs 20H1 1.8 次/天); 人均消费 62.2 元, 同比-1.7%, 主要是加大促销所致。期内, 公司新开门店 40 家, 截至 6 月 30 日, 门店数合计达 1,077 家, 开店速度放缓, 除受到管理层变动影响, 贺总接任 CEO 后对门店进行深度调整: 第一、关闭经营指标不达标的门店, 预计全年关店约 200 家, 关店规模超过往年, 体现出大力整改的决心; 第二、重新梳理门店运营, 包括菜品、装修风格、软硬件等, 重新从提升顾客体验、性价比等方面因地制宜地规划新的餐厅模型, 预期下半年更新后的餐厅会陆续推出。

### 疫情影响施工进度, 凑凑今年展店放缓:

凑凑上半年实现收入 11.3 亿元, 同比+90.0%, 恢复情况较好, 整体翻座率 2.6 次/天 (vs 20H1 1.9 次/天); 人均消费 136.2 元, 同比-3.4%, 主要是销售结构调整导致。期内, 新开门店 9 家, 门店数合计达 149 家, 因散发疫情对施工进度造成影响, 预期全年开店约 50 家 (年初预期 70 家), 主要覆盖长三角、珠三角及东南亚地区。

### 维持“持有”评级, 目标价 8.2 港元:

公司全年将关闭经营不善的呷哺呷哺门店 200 家, 由此产生的减值已大部分计入上半年的财务报表, 预期下半年仍会有相关减值, 但数额相对较少; 鉴于闭店减值、呷哺品牌调整时间的不确定性、以及今年凑凑开店放缓, 我们下调原盈利预测, 预计公司 21/22 年 EPS 分别为 0.21/0.38 元, 下调目标价至 8.6 港元, 维持“持有”评级。公司“断臂止血”, 静待调整成效。

## 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 20210505

## 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	6,990	8,266	9,920
同比增长 (%)	27.4%	-9.5%	28.1%	18.3%	20.0%
毛利率	63.1%	61.0%	62.8%	62.5%	62.5%
净利润	288	2	225	404	522
同比增长 (%)	-37.7%	-99.4%	12168.7%	79.0%	29.3%
净利润率	4.8%	0.0%	3.2%	4.9%	5.3%
每股盈利	0.27	0.00	0.21	0.38	0.49
PE@7.59HKD	23.4	3684.2	30.0	16.8	13.0

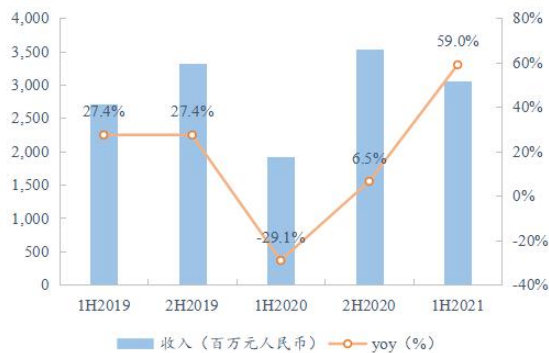
数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪 (香港) 整理

## 报告正文

### 受疫情及关店减值影响，21H1 净亏损 4,992 万元：

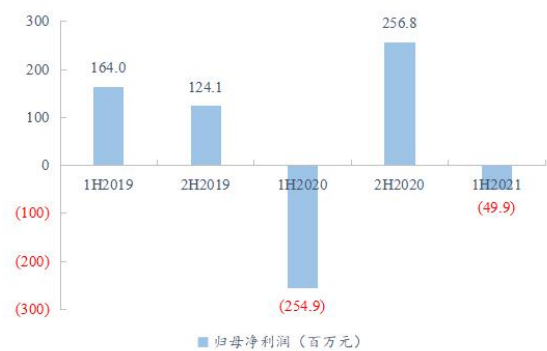
因去年同期基数较低，21H1 公司收入同比+58.5%至 30.5 亿元；其中呷哺呷哺/凑凑/调料产品业务销售收入分别为 18.7/11.3/0.5 亿元，同比+50.6%/+90.0%/-15.8%，录得净亏损 4,992 万元，主要因呷哺呷哺品牌门店关闭，计提资产减值损失约 1.2 亿元，及疫情复发对门店恢复进度及运营造成影响所致，符合此前业绩预告。

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



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 呷哺呷哺品牌进入深度调整，21 年注重固本培元：

21H1 呷哺呷哺收入同比+50.6%至 18.7 亿元，整体翻座率 2.3 次/天（vs 20H1 1.8 次/天）；人均消费 62.2 元，同比-1.7%，主要是加大促销所致。期内，公司新开门店 40 家，门店数合计达 1,077 家，开店速度放缓，除受到管理层变动影响，贺总接任 CEO 后对门店进行深度调整：第一、关闭经营指标不达标的门店，预计全年关店约 200 家，关店规模超过往年，体现出大力整改的决心；第二、重新梳理门店运营，包括菜品、装修风格、软硬件等，重新从提升顾客体验、性价比等方面因地制宜地规划新的餐厅模型，预期下半年更新后的餐厅会陆续推出。

图 3：呷哺呷哺品牌收入

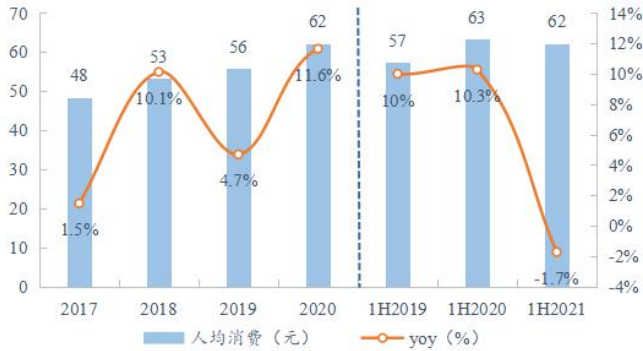


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 4：呷哺呷哺品牌门店数



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**图 5：呷哺呷哺客单价**


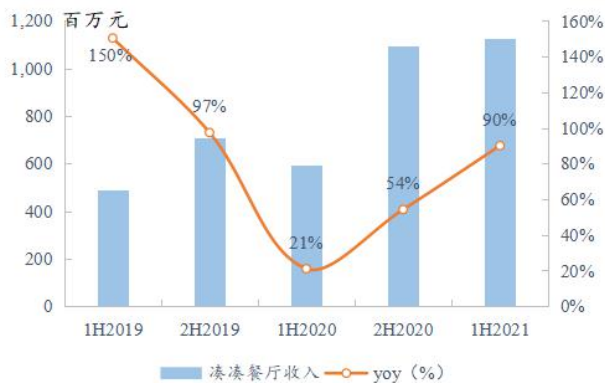
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**图 6：呷哺呷哺翻座率**


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**疫情影响施工进度，凑凑今年展店放缓：**

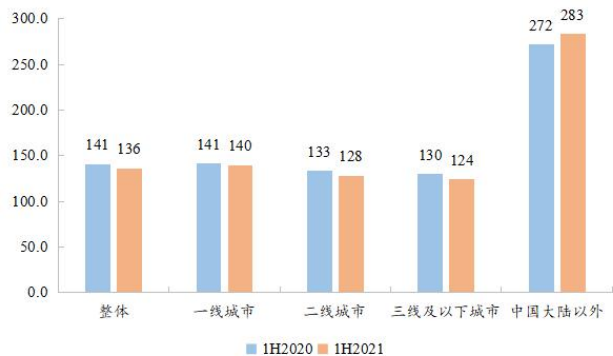
凑凑上半年实现收入 11.3 亿元，同比+90.0%，恢复情况较好；整体翻座率 2.6 次/天（vs 20H1 1.9 次/天）；人均消费 136.2 元，同比-3.4%，主要是销售结构调整导致。期内，新开门店 9 家，门店数合计达 149 家，因散发疫情对施工进度造成影响，预期全年开店约 50 家（年初预期 70 家），主要覆盖长三角、珠三角及东南亚地区。

**图 7：凑凑门店收入**


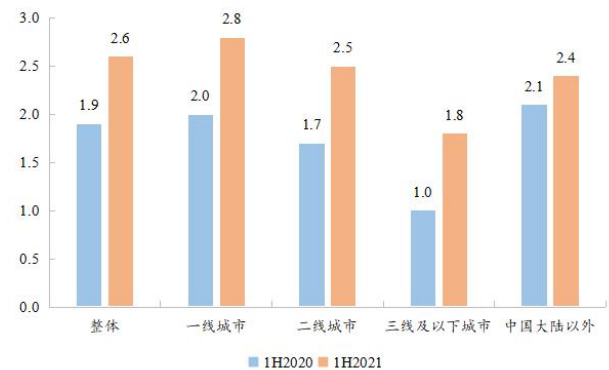
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**图 8：凑凑门店数**


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**图 9：凑凑客单价**


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

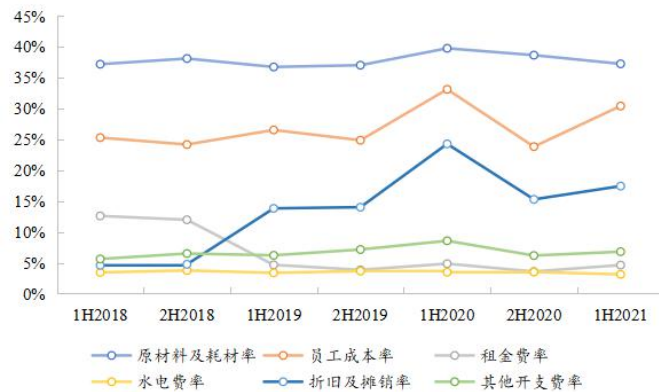
**图 10：凑凑翻座率**


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 期内收入增加，费率同比有所降低：

由于相较去年同期疫情好转，报告期内收入增加，公司食材/人工/折旧摊销/其他费用占收入比重下降，同比分别变动-2.5%/-2.7%/-6.8%/-1.8%，变动成本租金及水电相对稳定，同比分别变动-0.2%/-0.4%。毛利率 62.8%，同比+2.5%，回到 62-63% 的正常水平。

图 11：公司费用率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 维持“持有”评级，目标价 8.2 港元：

公司全年将关闭经营不善的呷哺呷哺门店 200 家，由此产生的减值已大部分计入上半年的财务报表，预期下半年仍会有相关减值，但数额相对较少；鉴于闭店减值、呷哺品牌调整时间的不确定性、以及今年凑凑开店放缓，我们下调原盈利预测，预计公司 21/22 年 EPS 分别为 0.21/0.38 元，下调目标价至 8.6 港元，维持“持有”评级。公司“断臂止血”，静待调整成效。

## 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	2,644	3,044	3,641	<b>营业收入</b>	6,030	5,455	6,990	8,266	9,920
存货	712	691	885	1,047	1,256	原材料及耗材	-2,225	-2,130	-2,600	-3,100	-3,720
贸易应收款项	378	392	502	594	712	毛利	3,805	3,325	4,390	5,166	6,200
现金及现金等价物	785	1,097	1,257	1,403	1,672	其他收入	54	171	70	83	99
<b>非流动资产</b>	3,619	3,562	3,392	3,610	3,855	员工成本	-1,544	-1,478	-1,852	-2,149	-2,579
物业、厂房及设备	1,313	1,297	1,419	1,637	1,882	物业租金	-254	-220	-294	-347	-417
无形资产	3	2	2	2	1	公用事业费用	-212	-190	-246	-291	-349
土地使用权	-	-	-	-	-	折旧及摊销	-839	-1,006	-1,048	-1,199	-1,438
其他非流动资产	2,302	2,264	1,972	1,972	1,972	其他开支	-405	-382	-468	-554	-665
<b>资产总计</b>	5,626	5,780	6,036	6,654	7,496	其他收益及亏损	-6	-54	-140	-41	-
<b>流动负债</b>	1,714	1,979	2,189	2,434	2,739	<b>利润总额</b>	503	67	299	536	692
贸易应付款项	350	341	417	497	596	所得税	-213	-56	-72	-129	-166
应计费用及其他应付款项	656	704	859	1,024	1,229	净利润	291	11	227	407	526
应交所得税	96	46	46	46	46	少数股东损益	3	10	2	4	5
借款	0	20	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	288	2	225	404	522
其他流动负债	612	868	868	868	868	<b>EPS(元)</b>	0.27	0.00	0.21	0.38	0.49
<b>非流动负债</b>	1,525	1,461	1,371	1,502	1,727	<b>主要财务比率</b>					
递延收入	2	2	2	2	2	<b>会计年度</b>	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
租赁负债	1,514	1,400	1,330	1,264	1,201	<b>成长性(%)</b>					
其他非流动负债	10	59	39	236	524	营业收入增长率	27.4%	-9.5%	28.1%	18.3%	20.0%
<b>负债合计</b>	3,239	3,440	3,561	3,936	4,466	营业利润增长率	-17.4%	-86.6%	345.3%	79.0%	29.3%
股本	0	0	0	0	0	归属净利润增长率	-37.7%	-99.4%	12168.7%	79.0%	29.3%
储备	2,375	2,319	2,454	2,696	3,009	<b>盈利能力(%)</b>					
<b>归属母公司权益</b>	2,375	2,319	2,454	2,696	3,009	毛利率	63.1%	61.0%	62.8%	62.5%	62.5%
少数股东权益	11	21	21	21	21	净利率	4.8%	0.0%	3.2%	4.9%	5.3%
<b>股东权益合计</b>	2,387	2,340	2,475	2,718	3,031	<b>偿债能力(%)</b>					
<b>负债及权益合计</b>	5,626	5,780	6,036	6,654	7,496	资产负债率	57.6%	59.5%	59.0%	59.2%	59.6%
<b>现金流量表</b>						<b>运营能力(次)</b>					
单位:百万元						流动比率	1.17	1.12	1.21	1.25	1.33
<b>会计年度</b>	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	速动比率	0.76	0.77	0.80	0.82	0.87
除税前溢利	503	67	299	536	692	<b>每股资料(元)</b>					
折旧和摊销	325	409	387	454	531	每股收益	0.27	0.00	0.21	0.38	0.49
公允价值变动损失	-37	-60	-47	-48	-52	每股经营现金	0.96	1.19	1.07	1.15	1.34
财务费用	-8	-9	-7	-7	-7	每股净资产	2.23	2.17	2.29	2.52	2.81
无形资产摊销	3	3	1	1	1	<b>估值比率(倍)</b>					
所得税	-163	-113	-142	-140	-132	PE	23.4	3684.2	30.0	16.8	13.0
<b>经营活动产生现金流量</b>	1,022	1,270	1,146	1,231	1,430	PB	2.84	2.92	2.76	2.51	2.25
固定资产开支	-727	-405	-527	-693	-802						
<b>投资活动产生现金流量</b>	-906	-374	-533	-699	-808						
已付股息	-167	-80	-90	-161	-209						
<b>融资活动产生现金流量</b>	-673	-566	-454	-385	-354						
现金净变动	-556	312	159	147	269						
现金的期初余额	1,341	785	1,097	1,257	1,403						
现金的期末余额	785	1,097	1,257	1,403	1,672						

# 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