

公司报告

招商證券(香港)有限公司
証券研究部

海底撈 (6862 HK)

新股配售对每股盈利稀释作用有限

- 以20.43港元配售1.15亿股新股
- 我们估计在21-23财年期间每股盈利稀释1.2%-4.9%
- 新目标价21.5港元。维持中性评级

配售1.15亿新股，筹资23亿港元

海底撈宣布增发1.15亿股新股，发行价20.43港元(较昨日收盘价折让7.97%)，所得款项净额约为23.37亿港元。1.15亿股股份占海底撈现有已发行股本的2.11%及占扩大后股本的2.06%，禁售期为90天。

部分所得款项用作支付债务

海底撈表示，所得款项 1) 30%或7.011亿港元，用作加强供应链管理和产品开发；2) 30%或7.011亿港元，用作偿还信贷融资；及3) 40%或9.348亿港元，用作营运资金和一般公司用途。基于截至2021年6月30日海底撈的净债务约为47.41亿元人民币(其中35.18亿元人民币为短期借款)，以及当前有挑战性的经营环境，我们认为海底撈想要手上有额外现金以确保偿债和其他运营用途的想法是合理的。尽管如此，我们认为配股规模也代表了关闭300家餐厅的一次性费用可能高于预期。不过，这次股票发行将帮助海底撈度过难关，且对每股盈利稀释并不大。

每股盈利稀释作用有限；维持中性评级

我们估计配售新股对21/22/23财年的每股盈利稀释率分别为-1.2%/-4.9%/-4.9%，并不重大。然而，我们对关闭300家餐厅造成3亿元人民币损失的假设可能与实际金额不同。我们把目标价从22.6港元下调至21.5港元，以反映有关配股。维持中性评级。

主要催化剂：翻台率回升较预期早。

主要下行风险：新冠疫情持续；原材料成本进一步增加；高于预期的员工成本。

盈利预测及估值

12月31日年结(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	26,556	28,614	41,352	49,731	59,180
同比增长	56.5%	7.8%	44.5%	20.3%	19.0%
可归属净利润	2,345	309	165	2,809	4,898
同比增长	42.4%	-86.8%	-46.6%	1602.2%	74.4%
核心每股盈利(人民币)	0.44	0.06	0.03	0.50	0.88
市盈率(x)	37.4x	283.9x	543.3x	32.9x	18.8x
ROE	24.4%	3.0%	1.5%	21.3%	31.9%

资料来源：公司资料、招商證券(香港)预测；股价截至2021年11月12日

黄建文 王钊熠
+852 3189 6357 +852 3189 6711
Johnnywong@cmschina.com.hk bryanwang@cmschina.com.hk

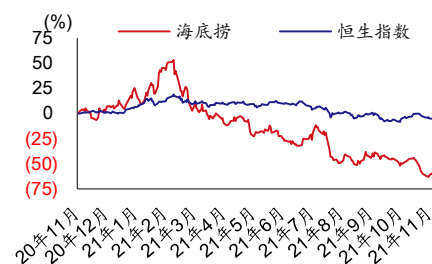
最新变动

海底撈宣布增发1.15亿股新股融资23.4亿港元；维持中性评级；新目标价21.5港元

中性

前次评级	中性
股价	20.2港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	21.5港元 (+6.5%)
前次目标价	22.6港元

股价表现



资料来源：彭博；股价截至2021年11月12日

%	1m	6m	12m
6862 HK	(29.2)	(54.6)	(62.9)
恒生指数	1.5	(10.3)	(3.2)

行业：消费	
恒生指数(2021年11月12日)	25,328
国企指数(2021年11月12日)	9,114

重要数据	
52周股价区间(港元)	19.38 - 85.8
市值(百万港元)	110,272
日均成交量(百万股)	21.10
每股净资产(人民币)	2.25

主要股东	
ZY NP Ltd.	25.1%
NP United Holding Ltd.	32.3%
SYH NP Ltd.	8.0%
SP NP Ltd.	7.4%
LHY NP Ltd.	6.0%
总股数(百万股)	5,574
自由流通量	21.2%

资料来源：彭博

相关报告

1. 海底撈(6862 HK) - 短期的阵痛可以换来长期的经营改善(中性)(2021/11/6)

图表1: 预测调整

单位: 百万人民币	2021财年			2022财年			2023财年		
	旧预测	新预测	变动%	旧预测	新预测	变动%	旧预测	新预测	变动%
营业收入	41,352	41,352	0.0%	49,731	49,731	0.0%	59,180	59,180	0.0%
一线城市	7,381	7,381	0.0%	8,693	8,693	0.0%	10,910	10,910	0.0%
二线城市	15,904	15,904	0.0%	19,978	19,978	0.0%	24,558	24,558	0.0%
三线城市	14,315	14,315	0.0%	17,158	17,158	0.0%	19,664	19,664	0.0%
其他	3,752	3,752	0.0%	3,901	3,901	0.0%	4,049	4,049	0.0%
原材料及易耗品成本	- 17,749	- 17,749	0.0%	- 21,502	- 21,502	0.0%	- 25,448	- 25,448	0.0%
费用率	-42.9%	-42.9%	0.0ppt	-43.2%	-43.2%	0.0ppt	-43.0%	-43.0%	0.0ppt
员工成本	- 14,389	- 14,389	0.0%	- 15,741	- 15,741	0.0%	- 17,754	- 17,754	0.0%
费用率	-34.8%	-34.8%	0.0ppt	-31.7%	-31.7%	0.0ppt	-30.0%	-30.0%	0.0ppt
租金及相关费用	- 401	- 401	0.0%	- 363	- 363	0.0%	- 369	- 369	0.0%
费用率	-1.0%	-1.0%	0.0ppt	-0.7%	-0.7%	0.0ppt	-0.6%	-0.6%	0.0ppt
水电开支	- 1,416	- 1,416	0.0%	- 1,691	- 1,691	0.0%	- 2,071	- 2,071	0.0%
费用率	-3.4%	-3.4%	0.0ppt	-3.4%	-3.4%	0.0ppt	-3.5%	-3.5%	0.0ppt
差旅费用	- 289	- 289	0.0%	- 448	- 448	0.0%	- 533	- 533	0.0%
费用率	-0.7%	-0.7%	0.0ppt	-0.9%	-0.9%	0.0ppt	-0.9%	-0.9%	0.0ppt
其他费用	- 1,609	- 1,609	0.0%	- 1,890	- 1,890	0.0%	- 2,249	- 2,249	0.0%
费用率	-3.9%	-3.9%	0.0ppt	-3.8%	-3.8%	0.0ppt	-3.8%	-3.8%	0.0ppt
息税折旧前利润	5,499	5,499	0.0%	8,096	8,096	0.0%	10,757	10,757	0.0%
息税折旧前利润率	13.3%	13.3%	0.0ppt	16.3%	16.3%	0.0ppt	18.2%	18.2%	0.0ppt
归母净利润	165	165	0.0%	2,809	2,809	0.0%	4,898	4,898	0.0%
归母净利润率	0.4%	0.4%	0.0ppt	5.6%	5.6%	0.0ppt	8.3%	8.3%	0.0ppt
摊薄每股盈利 (人民币)	0.03	0.03	-1.2%	0.53	0.50	-4.9%	0.92	0.88	-4.9%

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图表2: 目标价与估值表

估值表

股价 (港元)	20.2
港币/人民币汇率	0.82
日期	12/11/2021

	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
每股盈利 (人民币)	0.06	0.03	0.50	0.88
市盈率	283.9x	543.3x	32.9x	18.8x
每股盈利复合增长率		-73.7%	4.4%	18.7%
PEG		N/A	7.4x	1.0x

目标价计算过程

	FY22E
目标市盈率	35.0x
平均目标价 (港元)	21.5
上升空间	6.5%

评级

中性

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测

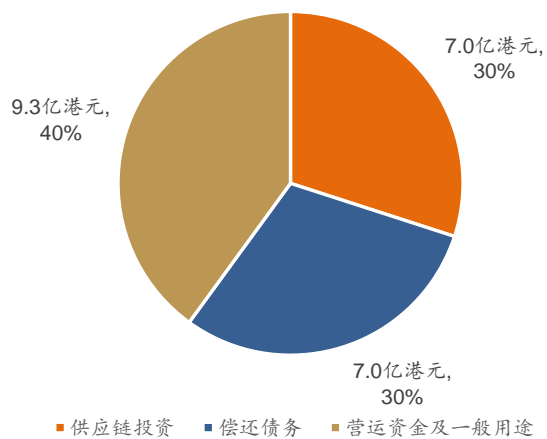
注: PEG 基于19财年每股盈利, 以避免20财年因疫情造成的低基数。

图表3: 股权结构大体维持不变

	截至本公告日期		緊隨配售事項完成後 惟認購事項完成前		緊隨配售事項及 認購事項完成後	
	股份數目	概約 百分比(%)	股份數目	概約 百分比(%)	股份數目	概約 百分比(%)
ZY NP Ltd. ⁽²⁾	1,399,569,121	25.64	1,399,569,121	25.64	1,399,569,121	25.11
NP United Holding Ltd. ⁽³⁾	1,801,970,108	33.01	1,801,970,108	33.01	1,801,970,108	32.33
SYH NP Ltd. ⁽⁴⁾	434,462,014	7.96	434,462,014	7.96	434,462,014	7.79
賣方 ⁽⁵⁾	410,962,014	7.53	295,962,014	5.42	410,962,014	7.37
LHY NP Ltd. ⁽⁶⁾	335,962,014	6.15	335,962,014	6.15	335,962,014	6.03
承配人	-	-	115,000,000	2.11	115,000,000	2.06
其他股東	1,064,033,729	19.49	1,064,033,729	19.49	1,064,033,729	19.09
總計	5,459,000,000	100.00	5,459,000,000	100.00	5,574,000,000	100.00

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图表4: 筹集资金用途



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

财务预测

资产负债表

百万人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
物业, 厂房及设备	7,690	12,064	9,208	6,373	5,145
使用权资产	4,756	7,565	5,885	4,434	3,933
商誉	93	62	147	147	147
与联营公司的投资	226	301	319	319	319
其他非流动性资产	649	942	1,041	1,002	987
非流动性资产总值	13,414	20,934	16,601	12,275	10,533
库存	1,200	1,154	1,013	1,237	1,332
应收账款及预付款	1,616	2,205	1,747	2,157	2,324
按公允价值计入损益的金融资产	0	4	1,231	1,231	1,231
存款	1,804	0	0	0	0
银行结余及现金	2,222	2,921	7,380	13,966	18,472
其他流动性资产	359	309	294	294	294
流动性资产总值	7,200	6,593	11,666	18,885	23,652
资产总值	20,614	27,527	28,267	31,160	34,185
应付款项	2,983	3,831	3,293	4,019	4,330
应付关联方款项	1,072	387	318	318	318
银行借款	122	3,721	800	1,000	1,500
其他流动负债	1,487	1,928	1,846	2,037	2,002
流动负债	5,664	9,868	6,258	7,374	8,150
递延税项负债	47	21	1	18	21
租赁负债	4,143	7,004	5,860	5,628	5,609
银行借款	0	268	0	0	0
其他借款	85	62	3,902	3,902	3,902
拨备	49	66	1	18	21
非流动负债	4,324	7,422	9,763	9,566	9,553
总负债	9,988	17,290	16,021	16,940	17,702
股本	0	0	0	0	0
储备	10,623	10,234	12,229	14,200	16,461
非控股权益	3	3	16	20	22
权益总额	10,626	10,237	12,246	14,220	16,483
权益与负债总额	20,614	27,527	28,267	31,160	34,185

现金流量表

百万人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	3,247	735	394	3,854	5,795
财务成本	237	446	672	699	716
利息收入	-143	-41	-36	-36	-36
应占联营公司溢利	-65	-75	-90	-100	-100
折旧与摊销	1,891	3,034	4,525	4,053	3,908
营运资金变动	368	-704	245	61	136
已付所得税及其它	-954	-473	-484	-742	-1,342
经营活动现金流	4,580	2,921	5,227	7,788	9,077
资本支出	-4,881	-6,070	-502	0	-198
投资	-79	-81	-1,311	0	0
其他	-67	1,460	333	136	131
投资活动现金流	-5,026	-4,691	-1,480	136	-67
已付股息	-473	-703	-97	-843	-843
股权融资	0	0	1,916	0	0
债务融资(偿还)	-291	3,868	640	200	700
其他	-726	-825	-1,503	-695	-712
融资活动现金流	-1,490	2,340	956	-1,338	-855
净现金流	-1,936	570	4,702	6,586	8,155

利润表

百万人民币	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	26,556	28,614	41,352	49,731	59,180
原材料及易耗品成本	-11,239	-12,261	-17,749	-21,502	-25,448
员工成本	-7,993	-9,677	-14,389	-15,741	-17,754
物业租金及相关开支	-240	-236	-401	-363	-369
水电开支	-912	-978	-1,416	-1,691	-2,071
差旅及相关开支	-1,220	-1,438	-1,898	-2,337	-2,781
息税折旧前利润	4,952	4,024	5,499	8,096	10,757
折旧与摊销	-1,891	-3,034	-4,525	-4,053	-3,809
经营利润	3,061	990	973	4,044	6,948
财务成本	-237	-446	-672	-699	-742
其他收益(成本)	423	191	93	509	509
税前利润	3,247	735	394	3,854	6,715
所得税开支	-900	-426	-225	-1,041	-1,813
净利润	2,347	310	169	2,813	4,902
非控股权益	-2	0	-4	-4	-4
本公司拥有人应占利润	2,345	309	165	2,809	4,898
摊薄每股盈利(人民币)	0.44	0.06	0.03	0.50	0.88
每股股息(人民币)	0.13	0.02	0.00	0.15	0.26

财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
同比增长率变化					
收入	56.5%	7.8%	44.5%	20.3%	19.0%
息税折旧前利润(EBITDA)	69.7%	-18.8%	36.7%	47.2%	32.9%
经营利润	37.3%	-67.7%	-1.7%	315.4%	71.8%
净利润	42.4%	-86.8%	-46.6%	1602.2%	74.4%
每股盈利	32.9%	-86.8%	-47.8%	1553.2%	74.4%
利润率					
EBITDA 利润率	18.6%	14.1%	13.3%	16.3%	18.2%
经营利润率	11.5%	3.5%	2.4%	8.1%	11.7%
净利润率	8.8%	1.1%	0.4%	5.6%	8.3%
流动性					
应收账款天数	16.9	24.4	17.4	14.3	13.8
库存天数	26.9	35.0	22.3	19.1	18.4
应付账款天数	34.7	44.5	31.9	28.6	27.6
现金周转天数	9.1	14.9	7.8	4.8	4.6
现金流与杠杆率					
自由现金流	-409	-3,323	4,685	7,065	8,918
净负债率	-18.8%	11.3%	-21.9%	-63.7%	-79.3%
股息分配比率	14.9%	30.0%	0.0%	30.0%	30.0%
股息率	0.7%	0.1%	0.0%	0.9%	1.5%
回报分析					
ROE	24.4%	3.0%	1.5%	21.3%	31.9%
资产周转率	1.6	1.2	1.5	1.7	1.8
净利润率	8.8%	1.1%	0.4%	5.7%	8.3%
财务杠杆	1.7	2.3	2.5	2.2	2.1
ROIC	14.4%	1.3%	0.6%	9.5%	15.0%
估值倍数					
P/E	37.4x	283.9x	543.3x	32.9x	18.8x
P/B	8.3x	8.6x	7.5x	6.5x	5.6x

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关关系。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼,招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828