

香港股市 | 餐饮

海底捞 (6862 HK)

减值损失高于预期，前景仍然不明朗

海底捞于 2 月 21 日发布预计 2021 财年将录得 38 亿元至 45 亿元人民币亏损预警公告，减值损失大幅高于预期，经调整净亏损略高于预期。主因源自：1) 2021 年关闭 300 多家餐厅及经营业绩下滑，导致处理长期资产录得一次性或减值损失约 33 亿元至 39 亿元；2) 自 2020 年以来网络快速扩张及内部管理问题，公司受到疫情明显冲击。由于每家门店的资本开支约 1,000 万元，我们估计约 30 多亿元是来自永久关闭 300 多家门店所造成的一次性亏损。扣除上述影响，根据公司公告，预计海底捞于 21 年将录得 5 亿元至 6 亿元的经调整净亏损，高出原先的 2.54 亿元经调整净亏损预测。

春节翻台率小幅改善

我们预测集团 2022 年 1 月整体翻台率同比有 106% 的增长，恢复至 19 年同期的 65% 左右，环比 12 月亦有所上升。预测今年春节假期整体翻台率恢复至 21 年同期的 90%，但仅恢复至 19 年同期的 70% 左右，仍然落后九毛九餐饮旗下的“太二”，但与同业呷哺呷哺及凑凑一致。

公司短期前景仍然不明朗

公司已于去年 8 月进行一次降价，考虑到居民可支配收入增长减慢及消费信心不足，相信未来重新提价空间有限，叠加原材料价格上涨，预计毛利率短期仍会承压。我们维持谨慎的态度，集团的前景仍然非常不确定，疫情反复对以商务、家庭聚餐为主的海底捞影响较为显著，暂时看不到基本面有明显反转的催化剂。此外，过往支撑门店增长连往利益的店长薪酬管理制度及员工晋升制度亦因门店暂停扩张而受到影响，势必打击员工向上流的工作积极性。集团可能需要提升薪酬，增加员工积极性以维持较优质的服务，因此预计 22 及 23 年员工成本占比仍处于 33.6%/31.4% 的相对偏高水平。

预测单店盈利能力在 2024 年前仍难以完全恢复

参考百胜中国(9987 HK)的经验，旗下必胜客品牌于 2014 年起同店销售及经营利润率持续下降，管理层于 2017 年对品牌进行门店升级、产品改革、数字化管理及暂缓开店，最终于 2019 年重新录得同店销售增长及改善经营利润率。考虑到 1) 疫情持续反复的影响；2) 行业竞争压力增加；3) 海底捞管理员工数目庞大，相信单店盈利能力在 2024 年前仍难以完全恢复。

下调目标价至 20.8 港元，维持“中性”评级

我们预测集团 21-23 年收入分别为 402.8 亿/481.2 亿/546.0 亿元，同比+40.8%/+19.5%/+13.5%；预测 21-23 年股东应占溢利分别为-41.9 亿/13.1 亿/30.5 亿元，对应每股盈利分别为-0.78 元/0.23 元/0.55 元。采用现金流折现模型，按照 8.82% 的 WACC，把目标价从 24.2 港元下调至 20.8 港元，对应 22 及 23 年 73.8 倍及 31.7 倍预测市盈率。

风险提示：（一）疫情持续反复打击居民外出用餐意欲；（二）开新店的步伐减慢或新店盈利能力不如预期；（三）食品安全风险

更新报告

评级：中性

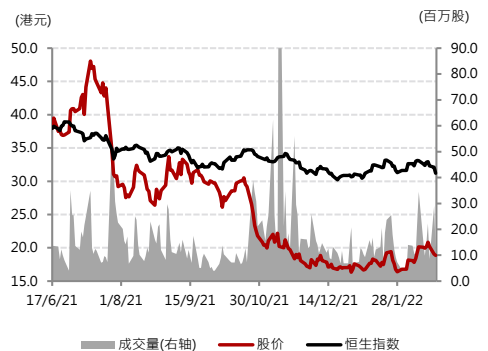
目标价：20.8 港元

股票资料（更新至 2022 年 2 月 21 日）

现价	19.08 港元
总市值	105,125.64 百万港元
流通股比例	21.22%
已发行总股本	5,574.00 百万
52 周价格区间	15.86-79.55 港元
3 个月日均成交	269.77 百万港元
主要股东	张勇(占 66.21%)

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20211108-更新报告：认清现实，收缩门店（评级：中性；目标价：24.2 港元）

20211004-更新报告：短期聚焦门店经营效率，有助中期利润端的提升（评级：增持；目标价：33.3 港元）

分析师

颜招骏 (Alvin Ngan), CFA

+852 2359 1863

Alvin.ngan@ztsc.com.hk

主要财务数据 (百万元人民币) (估值更新至 2022 年 2 月 21 日)

年结:12 月 31 日	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
收入	26,556	28,614	40,281	48,119	54,604
同比增长(%)	56.5%	7.7%	40.8%	19.5%	13.5%
毛利	15,317	16,353	22,960	27,476	31,251
同比增长(%)	52.7%	6.8%	40.4%	19.7%	13.7%
股东应占溢利	2,345	309	-4,187	1,309	3,047
同比增长(%)	42.5%	-86.8%	-1455.0%	-131.3%	132.8%
每股盈利(港元)	0.44	0.06	-0.78	0.23	0.55
每股派息(港元)	0.13	0.02	-	0.07	0.16
市盈率(X)	35.9	272.7	N/A	67.7	29.1
市帐率(X)	7.9	8.2	10.3	9.2	7.2
股息率(%)	0.8%	0.1%	0.0%	0.4%	1.0%

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

图表 1: 海底捞(6862 HK)盈利预测调整(百万元人民币)

	旧预测			新预测			变动(%)		
	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E
收入	37,520	46,263	54,031	40,281	48,119	54,604	7.4%	4.0%	1.1%
海底捞餐厅净收入	36,042	44,527	52,105	38,695	46,314	52,657	7.4%	4.0%	1.1%
原材料及消耗品	-16,059	-19,847	-23,081	-17,321	-20,643	-23,353	7.9%	4.0%	1.2%
毛利	21,461	26,416	30,950	22,960	27,476	31,251	7.0%	4.0%	1.0%
员工薪酬	-13,875	-15,160	-16,840	-15,058	-16,153	-17,166	8.5%	6.6%	1.9%
物业租金及相关开支	-428	-566	-627	-438	-576	-631	2.5%	1.9%	0.5%
水电开支	-1,282	-1,581	-1,847	-1,377	-1,645	-1,866	7.4%	4.0%	1.1%
折旧及摊销	-4,069	-4,266	-4,608	-4,330	-4,517	-4,647	6.4%	5.9%	0.9%
交通及差旅费用	-225	-324	-378	-242	-337	-382	7.4%	4.0%	1.1%
其他支出	-1,463	-1,851	-2,161	-1,692	-1,925	-2,184	15.6%	4.0%	1.1%
主要经营利润	119	2,669	4,489	-177	2,323	4,374	-248.8%	-13.0%	-2.6%
息税前溢利	-1,015	2,720	4,833	-3,517	2,344	4,727	246.4%	-13.8%	-2.2%
财务费用	-572	-557	-536	-548	-534	-512	-4.1%	-4.2%	-4.4%
除税前溢利	-1,587	2,162	4,297	-4,065	1,810	4,215	156.2%	-16.3%	-1.9%
净利润	-1,634	1,563	3,107	-4,187	1,309	3,047	156.2%	-16.3%	-1.9%
股东应占利润	-1,634	1,563	3,107	-4,187	1,309	3,047	156.2%	-16.3%	-1.9%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	-	-	-
经调整净利润	-254	1,728	3,077	-587	1,519	3,017	130.7%	-12.1%	-1.9%
翻台率									
中国内地	3.2	3.7	4.1	3.2	3.8	4.1	0.0%	1.4%	0.0%
海外	2.3	3.3	3.8	2.3	3.3	3.8	0.0%	0.0%	0.0%

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

图表 2: 财务摘要 (年结: 3 月 31 日; 百万元人民币)

损益表	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E	现金流量表	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
收入	26,556	28,614	40,281	48,119	54,604	净利润	2,345	309	-4,187	1,309	3,047
海底捞餐厅净收入	25,589	27,434	38,695	46,314	52,657	加: 折旧与摊销	1,891	3,034	4,330	4,517	4,647
原材料及消耗品	-11,239	-12,261	-17,321	-20,643	-23,353	营运资本变动	368	-704	893	772	528
毛利	15,317	16,353	22,960	27,476	31,251	其他非现金调整	-23	282	3,500	419	325
员工薪酬	-7,993	-9,677	-15,058	-16,153	-17,166	经营活动现金流	4,580	2,921	4,536	7,017	8,547
物业租金及相关开支	-240	-236	-438	-576	-631	资本开支	-5,010	-6,189	-6,722	-1,027	-1,145
水电开支	-912	-978	-1,377	-1,645	-1,866	其他	-147	-254	0	0	0
折旧及摊销	-1,891	-3,034	-4,330	-4,517	-4,647	投资活动现金流	-5,026	-4,691	-6,722	-1,027	-1,145
交通及差旅费用	-220	-186	-242	-337	-382	净借贷	-989	3,183	3,900	-500	-800
其他支出	-1,000	-1,252	-1,692	-1,925	-2,184	偿还租赁债务	-699	-708	-2,146	-1,732	-1,826
主要经营利润	3,061	990	-177	2,323	4,374	股息	-473	-703	-93	0	-393
息税前溢利	3,484	1,181	-3,517	2,344	4,727	其他	671	568	2,174	-132	-36
财务费用	-237	-446	-548	-534	-512	筹资活动现金流	-1,490	2,340	3,835	-2,365	-3,055
除税前溢利	3,247	735	-4,065	1,810	4,215	汇率变动影响	39	-109	0	0	0
净利润	2,347	310	-4,187	1,309	3,047	现金及现金等价物净增加	-1,897	461	1,649	3,625	4,347
股东应占利润	2,345	309	-4,187	1,309	3,047	期初现金及现金等价物	4,119	2,222	2,683	4,332	7,957
少数股东损益	2	0	0	0	0	期末现金及现金等价物	2,222	2,683	4,332	7,957	12,304
资产负债表	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E	财务比率	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
物业, 厂房及设备	7,690	12,064	13,018	10,974	9,009	增长(%)					
商誉	93	62	62	62	62	收入	56.5%	7.7%	40.8%	19.5%	13.5%
无形资产	112	92	92	92	92	毛利	52.7%	6.8%	40.4%	19.7%	13.7%
使用权资产	4,756	7,565	7,908	7,924	7,973	主要经营利润	42.8%	-67.7%	-117.8%	-1415.2%	88.3%
其他	763	1,151	1,151	1,151	1,151	EBITDA	80.2%	-21.6%	-80.7%	743.4%	36.6%
总非流动资产	13,414	20,934	22,231	20,203	18,286	净利润	42.3%	-86.8%	-1450.6%	-131.3%	132.8%
存货	1,200	1,154	1,566	1,697	1,727	费用率(%)					
应收账款	1,616	2,205	2,538	2,637	2,693	毛利率	57.7%	57.2%	57.0%	57.1%	57.2%
应收关联方款项	301	268	268	268	268	主要经营利润率	11.5%	3.5%	-0.4%	4.8%	8.0%
货币资金	2,222	2,921	4,332	7,957	12,304	EBITDA 利润率	20.2%	14.7%	2.0%	14.3%	17.2%
其他	1,862	45	45	45	45	销售及行政费用率	-46.2%	-53.7%	57.4%	52.3%	49.2%
总流动资产	7,200	6,593	8,750	12,604	17,038	财务费用率	0.9%	1.6%	1.4%	1.1%	0.9%
总资产	20,614	27,527	30,980	32,806	35,324	盈利能力					
应付账款	1,406	1,583	2,041	2,262	2,239	ROE	24.4%	3.0%	-45.2%	14.6%	27.8%
其他应付款	1,277	2,225	3,143	3,746	4,238	资产周转率	4.1	4.1	5.3	4.5	3.7
应付关联方款项	1,072	387	387	387	387	杠杆倍数	0.67	0.66	0.83	1.19	1.35
租赁负债	733	1,058	586	588	591	净利率	8.8%	1.1%	-10.4%	2.7%	5.6%
短期借款	122	3,721	3,721	3,221	2,421	ROA	36.3%	4.5%	-54.6%	12.3%	20.6%
其他	1,054	895	1,157	1,333	1,479	净负债比率	-20.3%	10.3%	42.6%	-6.1%	-46.7%
总流动负债	5,664	9,868	11,035	11,537	11,355	存货周转天数	27	35	33	30	27
租赁负债	4,143	7,004	7,321	7,336	7,381	每股指标(元人民币)					
长期借款	0	268	4,168	4,168	4,168	每股盈利	0.44	0.06	-0.78	0.23	0.55
其他	181	149	149	149	149	每股股息	0.13	0.02	-	0.07	0.16
总非流动负债	4,324	7,422	11,638	11,653	11,698	派息比率	30.0%	30.0%	0.0%	30.0%	30.0%
股本	0	0	0	0	0	账面值	2.00	1.93	1.54	1.72	2.20
储备	10,623	10,234	8,304	9,613	12,267	估值					
股东应占权益	10,623	10,234	8,304	9,613	12,267	市盈率(X)	35.9	272.7	N/A	67.7	29.1
少数股东权益	3	3	3	3	3	市账率(X)	7.9	8.2	10.3	9.2	7.2
股东权益合计	10,626	10,237	8,307	9,616	12,270	股息率(%)	0.8%	0.1%	0.0%	0.4%	1.0%
负债及权益	20,614	27,527	30,980	32,806	35,324	自由现金流收益率(%)	-0.5%	-3.9%	-2.5%	6.8%	8.4%

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

海底捞 (6862 HK) 股价表现及评级时间表



来源：公司资料，中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2021/10/4	HK\$29.75	增持（首次评级）	HK\$33.3
2	2021/11/8	HK\$22.05	中性（下调）	HK\$24.2
3	2022/02/22	HK\$19.08	中性（维持）	HK\$20.8

来源：公司资料，中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在收益在 20%以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10%以上至 20%之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于-10%至 10%之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805