

香港股市 | 餐饮

海底捞 (6862 HK)

关店损失及疫情冲击导致上半年亏损

海底捞日前发布盈利预警，预计上半年收入将不低于 167 亿元人民币(下同)，同比下跌不超过 17.0%，净亏损约 2.25 亿至 2.97 亿元，主因：1、今年 3 至 5 月遵照疫情防控措施，内地部分餐厅停止营业或暂停堂食服务；2、疫情下客流量减少；3、“啄木鸟计划”及疫情下处置长期资产的一次性损失、减值损失等合计约 2.55 亿至 3.27 亿元。根据窄门餐眼数据，海底捞在一线城市北京(73 家)、上海(72 家)、深圳(44 家)及广州(42 家)的门店占比共为 17.87%，预计业绩主要受到上海地区拖累。

扣除一次性减值损失后，公司经调整净利润约-0.42 亿元至 1.02 亿元(去年同期约 1.79 亿元)，预计是由于 1)“啄木鸟计划”提升整体门店的营运效率；2) 疫情下外卖收入增加；3) 员工成本优化；4) 海外业务录得较快恢复，亏损减少。

“啄木鸟计划”下整体翻台率正逐月改善

公司去年执行“啄木鸟计划”适时止损，打磨门店管理制度、强化职能部门、恢复大小区管理，21 年底至今年 7 月，共关闭了 300 多家门店，并放慢开店节奏。7 月份新开门店数量继续维持在低单位数，其中内地及海外分别新开 3 家及 2 家。从近月的经营数据看，前期的整合措施开始体现成效。我们估计 22 年 1 月至 7 月，整体每月翻台率分别恢复至 21 年同期的 106%/100%/80%/80%/90%/120%/115%；海外地区则受惠于放宽防疫措施，翻台率明显高于 21 年同期水平，同店店翻台率约为去年同期的 104%。

积极探索新发展模式，优化现有生态圈

疫情下公司继续探索不同的业务模式，丰富产品组合，包括在 5 月疫情较严重时期在全国的海底捞门店提供各种小区到家餐饮服务，及上线小龙虾、酸菜鱼等预制菜。小区业务量在 6 月持续增长，我们估计北京及上海地区单量分别同比增长 481.3%及 582.2%。此外，公司于 6 月中旬成立“海底捞社区营运事业部”，旨在通过“外卖+社群+直播+在线商城”的模式服务更多小区用户，优化现有海底捞生态圈。

此外，公司在 7 月 11 日宣布把特海国际 Super Hi(内地及港澳台地区以外的餐饮业务)以实物分派的分拆及介绍上市方式于香港主板上市。根据上市文件，特海国际于 21 年录得 1.5 亿美元净亏损。我们认为分拆将能够直接减少海底捞(6862 HK)的亏损，并令大中华区及海外业务的管理团队专注于各自业务，从而提升营运效率。

上调目标价至 17.58 港元，给予“中性”评级

因应上半年的疫情发展及公司经营状况，我们把 22-24 年收入分别下调 8.3%/6.3%/4.4%至 402.9 亿/473.6 亿/549.4 亿元；预测 22-24 年股东应占溢利分别为 1.6 亿/20.7 亿/36.1 亿元(原值为 6.2 亿/21.0 亿/35.8 亿元)，分别下调 73.8%/1.5%及上调 0.8%，对应每股盈利分别为 0.03 元/0.37 元/0.65 元，主因预计 21 年底开展的门店整合及效率优化可在 24 年体现出来。采用现金流折现模型，并轻微下调风险溢价(因内地正优化防疫政策)，把目标价从 15.16 港元上调至 17.58 港元，对应 23 年 39.4 倍预测 PE。由于上行空间仅 5.4%，因此把评级从“增持”下调至“中性”，建议投资者继续重点关注同店变化趋势和餐厅利润率水平。

风险提示：(一) 疫情持续反复打击居民外出用餐意欲；(二) 营运效率提升不如预期；(三) 食品安全风险

更新报告

评级：中性

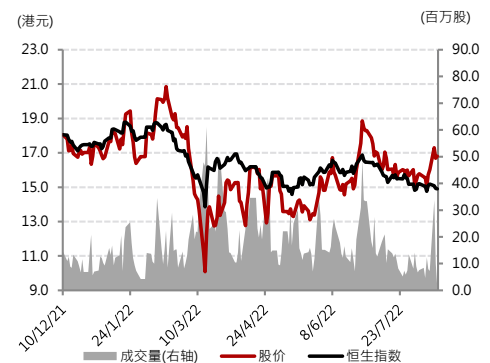
目标价：17.58 港元

股票资料 (更新至 2022 年 8 月 16 日)

| | |
|----------|---------------|
| 现价 | 16.68 港元 |
| 总市值 | 93,643.2 百万港元 |
| 流通股比例 | 27.01% |
| 已发行总股本 | 5,574.00 百万 |
| 52 周价格区间 | 10.0-34.3 港元 |
| 3 个月日均成交 | 251.85 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

20220328-更新报告：21 年陷业绩低谷，等待积极催化剂 (评级：增持；目标价：15.16 港元)

20220222-更新报告：减值损失高于预期，前景仍然不明朗 (评级：中性；目标价：20.8 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 8 月 16 日)

| 年结:12 月 31 日 | FY20 | FY21 | FY22E | FY23E | FY24E |
|--------------|--------|----------|---------|---------|--------|
| 收入 | 28,614 | 41,111 | 40,288 | 47,362 | 54,941 |
| 同比增长(%) | 7.7% | 43.7% | -2.0% | 17.6% | 16.0% |
| 毛利 | 16,353 | 23,134 | 22,622 | 26,807 | 31,097 |
| 同比增长(%) | 6.8% | 41.5% | -2.2% | 18.5% | 16.0% |
| 股东应占溢利 | 309 | -4,163 | 162 | 2,070 | 3,606 |
| 同比增长(%) | -86.8% | -1447.3% | -103.9% | 1181.7% | 74.2% |
| 每股盈利(港元) | 0.06 | -0.78 | 0.03 | 0.37 | 0.65 |
| 每股派息(港元) | 0.02 | - | - | 0.11 | 0.19 |
| 市盈率(X) | 238.4 | N/A | 479.7 | 37.4 | 21.5 |
| 市帐率(X) | 7.2 | 9.3 | 9.6 | 7.6 | 5.9 |
| 股息率(%) | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.8% | 1.4% |

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(%) | | |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| | FY22E | FY23E | FY24E | FY22E | FY23E | FY24E | FY22E | FY23E | FY24E |
| 收入 | 43,957 | 50,527 | 57,446 | 40,288 | 47,362 | 54,941 | -8.3% | -6.3% | -4.4% |
| 海底捞餐厅净收入 | 42,107 | 48,494 | 55,106 | 38,408 | 45,282 | 52,734 | -8.8% | -6.6% | -4.3% |
| 原材料及消耗品 | -19,275 | -21,979 | -24,817 | -17,666 | -20,555 | -23,845 | -8.3% | -6.5% | -3.9% |
| 毛利 | 24,682 | 28,548 | 32,629 | 22,622 | 26,807 | 31,097 | -8.3% | -6.1% | -4.7% |
| 员工薪酬 | -15,378 | -16,581 | -17,752 | -14,690 | -15,546 | -16,690 | -4.5% | -6.2% | -6.0% |
| 物业租金及相关开支 | -507 | -558 | -611 | -487 | -537 | -594 | -4.1% | -3.8% | -2.8% |
| 水电开支 | -1,495 | -1,768 | -2,011 | -1,370 | -1,658 | -1,923 | -8.3% | -6.3% | -4.4% |
| 折旧及摊销 | -3,899 | -4,119 | -4,488 | -3,246 | -3,536 | -3,973 | -16.8% | -14.2% | -11.5% |
| 交通及差旅费用 | -308 | -354 | -402 | -282 | -332 | -385 | -8.3% | -6.3% | -4.4% |
| 其他支出 | -1,802 | -2,072 | -2,355 | -1,652 | -2,131 | -2,472 | -8.3% | 2.9% | 5.0% |
| 主要经营利润 | 1,293 | 3,096 | 5,011 | 895 | 3,066 | 5,060 | -30.7% | -0.9% | 1.0% |
| 息税前溢利 | 1,421 | 3,431 | 5,377 | 793 | 3,384 | 5,411 | -44.2% | -1.4% | 0.6% |
| 财务费用 | -574 | -550 | -474 | -569 | -545 | -469 | -0.9% | -0.9% | -1.1% |
| 除税前溢利 | 847 | 2,881 | 4,904 | 224 | 2,839 | 4,942 | -73.6% | -1.5% | 0.8% |
| 净利润 | 618 | 2,103 | 3,580 | 163 | 2,072 | 3,608 | -73.6% | -1.5% | 0.8% |
| 股东应占利润 | 616 | 2,101 | 3,578 | 162 | 2,070 | 3,606 | -73.8% | -1.5% | 0.8% |
| 少数股东损益 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 翻台率 | | | | | | | | | |
| 中国内地 | 3.5 | 3.8 | 4.0 | 3.2 | 3.6 | 4.0 | -8.3% | -3.7% | -0.6% |
| 海外 | 2.8 | 3.7 | 3.9 | 3.0 | 3.7 | 3.9 | 7.1% | 0.0% | 0.0% |

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

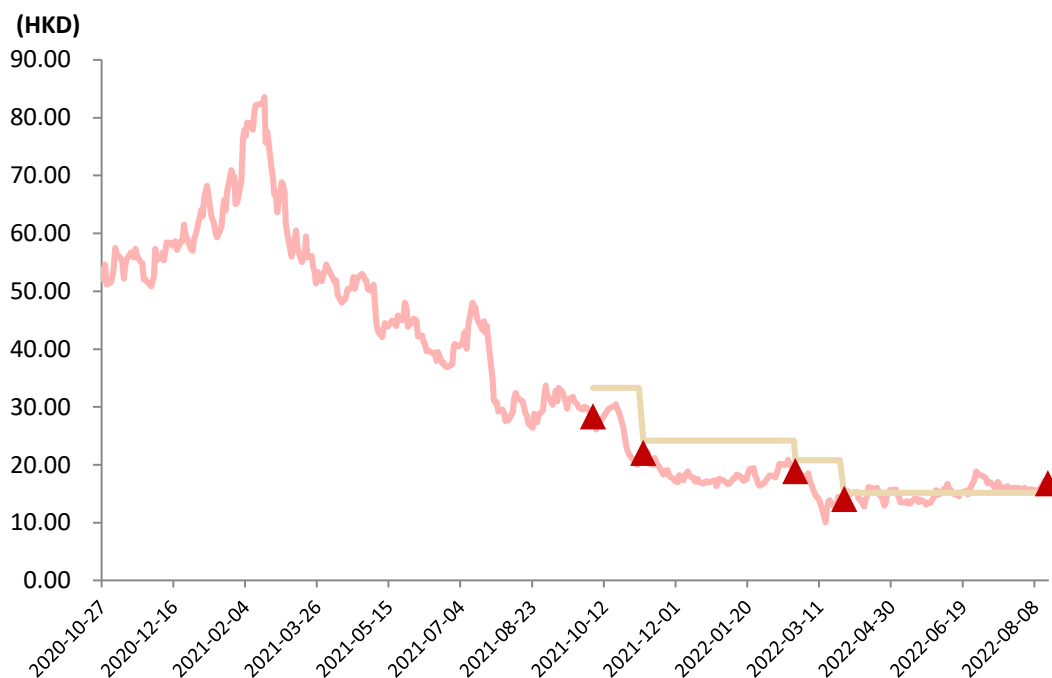
图表 2: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 百万元人民币)

| 损益表 | FY20 | FY21 | FY22E | FY23E | FY24E | 现金流量表 | FY20 | FY21 | FY22E | FY23E | FY24E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|--------|----------|---------|---------|--------|
| 收入 | 28,614 | 41,111 | 40,288 | 47,362 | 54,941 | 净利润 | 309 | -4,163 | 162 | 2,070 | 3,606 |
| 海底捞餐厅净收入 | 27,434 | 39,464 | 38,408 | 45,282 | 52,734 | 加: 折旧与摊销 | 3,034 | 4,548 | 3,246 | 3,536 | 3,973 |
| 原材料及消耗品 | -12,261 | -17,977 | -17,666 | -20,555 | -23,845 | 营运资本变动 | -704 | -1,287 | 389 | 332 | 294 |
| 毛利 | 16,353 | 23,134 | 22,622 | 26,807 | 31,097 | 其他非现金调整 | 282 | 4,961 | 427 | 524 | 412 |
| 员工薪酬 | -9,677 | -14,875 | -14,690 | -15,546 | -16,690 | 经营活动现金流 | 2,921 | 4,060 | 4,223 | 6,462 | 8,284 |
| 物业租金及相关开支 | -236 | -339 | -487 | -537 | -594 | 资本开支 | -6,189 | -6,097 | -724 | -760 | -1,503 |
| 水电开支 | -978 | -1,457 | -1,370 | -1,658 | -1,923 | 其他 | -254 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 折旧及摊销 | -3,034 | -4,548 | -3,246 | -3,536 | -3,973 | 投资活动现金流 | -4,691 | -6,022 | -724 | -760 | -1,503 |
| 交通及差旅费用 | -186 | -246 | -282 | -332 | -385 | 净借贷 | 3,183 | 3,636 | -500 | -800 | -2,650 |
| 其他支出 | -1,252 | -1,854 | -1,652 | -2,131 | -2,472 | 偿还租赁债务 | -708 | -596 | -2,827 | -1,511 | -1,700 |
| 主要经营利润 | 990 | -184 | 895 | 3,066 | 5,060 | 股息 | -703 | -93 | 0 | 0 | -621 |
| 息税前溢利 | 1,181 | -3,331 | 793 | 3,384 | 5,411 | 其他 | 568 | 2,137 | -184 | -157 | -29 |
| 财务费用 | -446 | -645 | -569 | -545 | -469 | 筹资活动现金流 | 2,340 | 5,085 | -3,511 | -2,468 | -5,000 |
| 除税前溢利 | 735 | -3,976 | 224 | 2,839 | 4,942 | 汇率变动影响 | -109 | 0 | -80 | -80 | -80 |
| 净利润 | 310 | -4,161 | 163 | 2,072 | 3,608 | 现金及现金等价物净增加 | 461 | 3,122 | -92 | 3,154 | 1,701 |
| 股东应占利润 | 309 | -4,163 | 162 | 2,070 | 3,606 | 期初现金及现金等价物 | 2,222 | 2,683 | 5,805 | 5,713 | 8,867 |
| 少数股东损益 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 | 期末现金及现金等价物 | 2,683 | 5,805 | 5,713 | 8,867 | 10,568 |
| 资产负债表 | FY20 | FY21 | FY22E | FY23E | FY24E | 财务比率 | FY20 | FY21 | FY22E | FY23E | FY24E |
| 物业,厂房及设备 | 12,064 | 9,315 | 7,911 | 6,359 | 5,287 | 增长(%) | | | | | |
| 商誉 | 62 | 85 | 85 | 85 | 85 | 收入 | 7.7% | 43.7% | -2.0% | 17.6% | 16.0% |
| 无形资产 | 92 | 132 | 132 | 132 | 132 | 毛利 | 6.8% | 41.5% | -2.2% | 18.5% | 16.0% |
| 使用权资产 | 7,565 | 5,819 | 5,795 | 5,876 | 6,170 | 主要经营利润 | -67.7% | -118.6% | -586.5% | 242.4% | 65.0% |
| 其他 | 1,151 | 1,264 | 1,264 | 1,264 | 1,264 | EBITDA | -18.7% | 8.4% | -5.1% | 59.4% | 36.8% |
| 总非流动资产 | 20,934 | 16,616 | 15,187 | 13,716 | 12,938 | 净利润 | -86.8% | -1442.3% | -103.9% | 1167.5% | 74.1% |
| 存货 | 1,154 | 1,456 | 1,258 | 1,295 | 1,303 | 费用率(%) | | | | | |
| 应收账款 | 2,205 | 3,135 | 2,649 | 2,855 | 3,302 | 毛利率 | 57.2% | 56.3% | 56.2% | 56.6% | 56.6% |
| 应收关联方款项 | 268 | 287 | 287 | 287 | 287 | 主要经营利润率 | 3.5% | -0.4% | 2.2% | 6.5% | 9.2% |
| 货币资金 | 2,921 | 5,805 | 5,713 | 8,867 | 10,568 | EBITDA 利润率 | 14.1% | 10.6% | 10.3% | 13.9% | 16.4% |
| 其他 | 45 | 722 | 722 | 722 | 722 | 员工薪酬 | 33.8% | 36.2% | 36.5% | 32.8% | 30.4% |
| 总流动资产 | 6,593 | 11,405 | 10,630 | 14,026 | 16,182 | 财务费用率 | 1.6% | 1.6% | 1.4% | 1.2% | 0.9% |
| 总资产 | 27,527 | 28,021 | 25,817 | 27,742 | 29,120 | 营运效率 | | | | | |
| 应付账款 | 1,583 | 1,944 | 1,694 | 1,858 | 2,150 | ROE | 3.0% | -45.8% | 2.0% | 22.7% | 31.0% |
| 其他应付款 | 2,225 | 1,753 | 1,723 | 2,004 | 2,325 | 资产周转率 | 4.1 | 4.6 | 3.7 | 3.8 | 3.6 |
| 应付关联方款项 | 387 | 386 | 386 | 386 | 386 | 杠杆倍数 | 0.66 | 0.99 | 1.38 | 1.35 | 1.30 |
| 租赁负债 | 1,058 | 1,202 | 1,159 | 1,175 | 1,234 | 净利率 | 1.1% | -10.1% | 0.4% | 4.4% | 6.6% |
| 短期借款 | 3,721 | 3,608 | 3,108 | 2,308 | 1,658 | ROA | 4.5% | -46.2% | 1.5% | 16.8% | 23.9% |
| 其他 | 895 | 993 | 860 | 988 | 1,125 | 净负债比率 | 10.3% | 22.7% | 17.2% | -25.2% | -52.6% |
| 总流动负债 | 9,868 | 9,886 | 8,928 | 8,719 | 8,877 | 存货周转天数 | 35 | 26 | 26 | 23 | 20 |
| 租赁负债 | 7,004 | 6,045 | 4,636 | 4,701 | 4,936 | 每股指标(元人民币) | | | | | |
| 长期借款 | 268 | 4,017 | 4,017 | 4,017 | 2,017 | 每股盈利 | 0.06 | -0.78 | 0.03 | 0.37 | 0.65 |
| 其他 | 149 | 145 | 145 | 145 | 145 | 每股股息 | 0.02 | - | - | 0.11 | 0.19 |
| 总非流动负债 | 7,422 | 10,207 | 8,798 | 8,863 | 7,098 | 派息比率 | 30.0% | 0.0% | 0.0% | 30.0% | 30.0% |
| 股本 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 账面值 | 1.93 | 1.49 | 1.45 | 1.82 | 2.36 |
| 储备 | 10,234 | 7,914 | 8,076 | 10,146 | 13,131 | 估值 | | | | | |
| 股东应占权益 | 10,234 | 7,915 | 8,076 | 10,146 | 13,131 | 市盈率(X) | 238.4 | N/A | 479.7 | 37.4 | 21.5 |
| 少数股东权益 | 3 | 14 | 14 | 14 | 14 | 市账率(X) | 7.2 | 9.3 | 9.6 | 7.6 | 5.9 |
| 股东权益合计 | 10,237 | 7,929 | 8,090 | 10,160 | 13,145 | 股息率(%) | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.8% | 1.4% |
| 负债及权益 | 27,527 | 28,021 | 25,817 | 27,742 | 29,120 | 自由现金流收益率(%) | -4.4% | -0.8% | 4.5% | 7.4% | 8.8% |

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\$33.30 |
| 2 | 2021/11/8 | HK\$22.05 | 中性 (下调) | HK\$24.20 |
| 3 | 2022/02/22 | HK\$19.08 | 中性 (维持) | HK\$20.80 |
| 4 | 2022/03/28 | HK\$13.36 | 增持 (上调) | HK\$15.16 |
| 5 | 2022/08/17 | HK\$16.68 | 中性 (下调) | HK\$17.58 |

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