



特海国际 (9658.HK): 2023 年业绩强劲, 2024 年展望乐观, 增长潜力开始释放

2H23 翻台率大幅提升驱动公司 2023 年首次实现盈利。同时, 公司 1Q24 依然维持去年下半年强劲的翻台率趋势, 有望帮助公司 2024 年的利润率同比进一步改善。门店方面, 公司有望在未来 3 年里实现加速扩张。在当前强劲趋势下, 我们认为公司估值尚有继续释放的潜力。我们上调目标价至 18.6 港元 (11x2024 EV/EBITDA), 维持“买入”评级。

• **翻台率提升驱动 2023 年首次扭亏为盈:** 公司 2023 年收入同比增长 23%, 并录得归母净利润 25.7 百万美元, 首次扭亏为盈。虽然 2023 年全年仅新开 5 家门店 (净开 4 家), 但公司 2H23 翻台率环比大幅由 1H23 的 3.3 次/天提升至 3.8 次/天, 全年实现平均翻台率 3.5 次/天, 较 2022 年 (3.3 次/天) 有较大提升。公司 2023 毛利率同比扩张 1ppt 至 65.8%。翻台率提升带来明显的正向经营杠杆, 带动员工费用率以及租金费用率分别同比下降 0.9ppt 和 1.3ppt, 使得 2023 年餐厅运营利润率同比大幅提升 4.9ppt 至 9.0%。

• **2024 年至今翻台率保持强劲趋势:** 管理层透露 1Q24 的翻台率持续 2023 年下半年的强劲趋势, 且明显高于 1Q23。基于这一趋势, 管理层期望 2024 年整体的翻台率同比有较大的提升。管理层目标 2024 年净利率保持与去年相似的中单位数的水平, 但考虑到翻台率与运营效率有望在 2024 年持续提升, 我们认为 2024 年利润率表现有望优于管理层的指引。

• **门店数有望实现加速扩张:** 公司 1Q24 已新开 4 家门店, 且翻台率在开业 1 个月后已达到较高的水平。虽然公司坚持自下而上且相对谨慎的开店策略, 但管理层表示 2024 年公司新开门店数很有可能达到两位数。公司目标未来 3-5 年里, 门店数会有显著的增加。我们预计公司整体门店数将在 5 年后达到 200 家以上 (相较 2023 年底的 115 家)。

• **长期看好特海的增长潜力和盈利能力:** 作为唯一布局海外市场的上市餐饮公司, 特海从海底捞拆分后, 其广阔的扩张空间尚未在其当前的估值中得到体现。我们认为相较于中国市场的餐饮玩家, 特海在海外市场的扩张不会受到区域性经济发展的限制, 因此门店数可能比中国餐饮玩家具有更高的天花板。另一方面, 连锁火锅在海外起步不久, 竞争尚未完全开启, 因此公司短期门店网络的拓展对翻台率的影响有限。我们看好特海 2024 年以后门店的加速扩张以及持续的门店利润率提升, 有望驱动市场重新给予特海更高的估值水平。

• **投资风险:** 行业竞争加剧; 海底捞品牌力下降; 人工成本大幅上升。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	558	686	790	947	1,108
同比变动 (%)	78.7%	23.0%	15.2%	19.8%	17.0%
归母净利润	-41	26	48	76	103
同比变动 (%)	-72.6%	-162.2%	88.4%	56.7%	36.0%
PE (X)	-78.6	31.7	23.6	15.1	11.1
ROE (%)	-150.4%	10.0%	16.3%	21.1%	23.0%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

林闲嘉

首席消费分析师
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费分析师
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2024 年 4 月 9 日

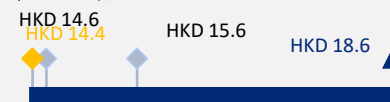
评级

买入

目标价 (港元)	18.6
潜在升幅/降幅	+29.2%
目前股价 (港元)	14.4
52 周内股价区间 (港元)	8.0-19.7
总市值 (百万港元)	8,943
近 3 月日均成交额 (百万港元)	8.3

注: 截至 2024 年 4 月 8 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 特海国际

利润表

(百万美元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	558	686	790	947	1,108
同比	78.7%	23.0%	15.2%	19.8%	17.0%
营业成本	-197	-235	-270	-323	-378
毛利润	362	452	521	624	730
毛利率	64.8%	65.8%	65.9%	65.9%	65.9%
员工费用	-189	-226	-255	-302	-356
租金费用	-57	-61	-59	-64	-66
能源费用	-20	-26	-30	-36	-42
折旧与摊销	-37	-43	-49	-51	-54
其他费用	-67	-70	-73	-80	-87
其他收入	6	5	7	7	7
经营利润	-2	30	62	97	131
经营利润率	-0.4%	4.4%	7.8%	10.2%	11.8%
财务费用	-3	2	3	4	6
其他收益或支出	-27	1	0	0	0
税前盈利	-32	33	64	101	137
所得税	-9	-8	-16	-25	-34
所得税率	-28.0%	23.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	-41	25	48	76	103
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	-41	26	48	76	103
归母净利率	-7.4%	3.7%	6.1%	8.0%	9.3%
同比	-72.6%	-162.2%	88.4%	56.7%	36.0%

现金流量表

(百万美元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
税前盈利	-32	33	64	101	137
折旧与摊销	73	80	80	83	82
财务费用	12	0	0	0	0
固定资产抛售损失	2	0	0	0	0
减值准备	8	0	0	0	0
存货的减少	-9	-4	-2	-6	-7
经营性应收项目的减少	-15	-3	2	-3	-3
经营性应付项目的增加	8	2	4	8	8
应付第三方款项	0	0	0	0	0
税金	-2	-8	-16	-25	-34
其他	24	7	-3	-4	-6
经营活动产生的现金流量净额	68	108	130	152	176
资本开支	-60	-15	-48	-48	-48
金融资产减少	41	0	0	0	0
财务收入	1	2	3	4	6
受限制存款变化	27	1	0	0	0
其他	-7	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	1	-13	-45	-44	-42
吸收投资收到的现金	-13	0	0	0	0
取得借款收到的现金	-14	-1	0	0	0
财务支出	-5	0	0	0	0
租赁性负债增加	-36	-39	18	37	45
其他	0	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-68	-40	18	37	45
外汇损失	1	0	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	3	55	103	146	180
期初现金及现金等价物余额	90	94	153	256	402
期末现金及现金等价物余额	94	149	256	402	581

资产负债表

(百万美元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	101	160	263	409	588
应收票据及应收账款	9	18	16	19	23
预付款项	17	11	11	11	11
存货	26	30	32	38	45
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产合计	153	219	322	477	667
固定资产	197	169	138	104	68
使用权资产	201	168	167	165	167
无形资产	2	0	0	0	0
商誉	1	0	0	0	0
递延所得税资产	1	2	2	2	2
租金保证金	18	17	17	17	17
其他非流动资产	2	2	2	2	2
非流动资产合计	423	358	326	291	257
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	64	69	73	81	89
关联方贷款	1	1	1	1	1
租赁负债	40	39	39	39	39
应交税费	8	10	10	10	10
合同负债	4	8	8	8	8
其他流动负债	1	2	2	2	2
流动负债合计	117	129	133	140	148
递延所得税负债	4	1	1	1	1
租赁负债	202	164	182	219	264
长期借款	1	0	0	0	0
合同负债	0	3	3	3	3
其他非流动负债	11	8	8	8	8
非流动负债合计	217	176	195	232	277
股本	0	0	0	0	0
储备	240	270	318	394	497
少数股东权益	2	2	2	2	2
所有者权益合计	242	272	320	396	499

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg, 浦银国际预测

财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据 (美元)					
摊薄每股收益	-0.02	0.06	0.08	0.12	0.17
每股销售额	1.00	1.23	1.28	1.53	1.79
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同比变动					
收入	78.7%	23.0%	15.2%	19.8%	17.0%
经营溢利	-96.6%	n.m.	102.3%	57.1%	35.4%
归母净利润	-72.6%	-162.2%	88.4%	56.7%	36.0%
费用与利润率					
毛利率	64.8%	65.8%	65.9%	65.9%	65.9%
经营利润率	-0.4%	4.4%	7.8%	10.2%	11.8%
归母净利率	-7.4%	3.7%	6.1%	8.0%	9.3%
回报率					
平均股本回报率	-150.4%	10.0%	16.3%	21.1%	23.0%
平均资产回报率	-6.9%	4.4%	7.9%	10.7%	12.2%
资产效率					
应收账款周转天数	5.2	7.4	7.4	7.4	7.4
库存周转天数	39.6	43.3	43.3	43.3	43.3
应付账款周转天数	54.6	51.9	51.9	51.9	51.9
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.3	1.7	2.4	3.4	4.5
速动比率 (x)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
现金比率 (x)	0.9	1.2	2.0	2.9	4.0
负债/权益	138.0%	112.0%	102.1%	93.8%	85.0%
估值					
市盈率 (x)	-78.6	31.7	23.6	15.1	11.1
企业价值 / EBITDA (x)	29.9	29.9	13.5	8.0	5.0
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

图表 2: SPDBI 财务预测变动: 特海国际 (9658.HK)

(百万美元)	2024E	2025E	2026E
营业收入			
旧预测	830	980	n.a.
新预测	790	947	1,108
变动	-4.8%	-3.4%	n.a.
归母净利润			
旧预测	61	82	n.a.
新预测	48	76	103
变动	-20.2%	-8.1%	n.a.

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 3: SPDBI 目标价: 特海国际 (9658.HK)



注: 截至 2024 年 4 月 8 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 消费行业覆盖公司

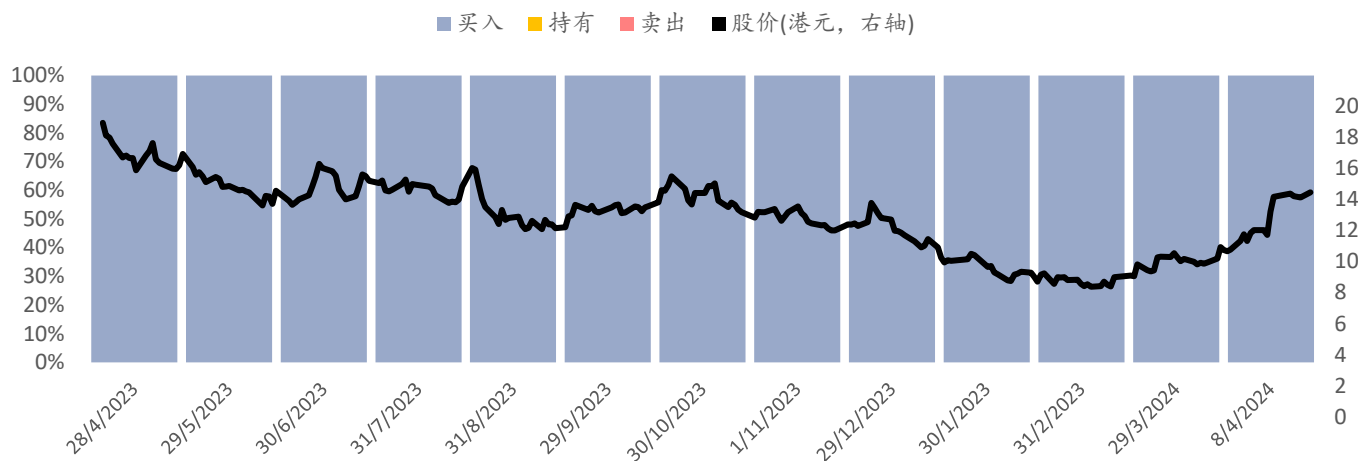
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	20.3	买入	24.8	2024年3月20日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	88.4	买入	101.0	2024年3月27日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	0.8	2024年3月14日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	5.2	买入	8.4	2023年12月16日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	2.6	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	38.7	买入	67.7	2024年2月7日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	298.6	买入	528.2	2024年2月7日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	17.2	持有	14.0	2023年1月30日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	14.4	买入	18.6	2024年4月9日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	5.3	买入	6.8	2024年3月25日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	25.7	买入	23.7	2024年3月14日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	33.9	买入	47.0	2024年3月19日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	65.3	买入	115.9	2023年8月17日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	10.6	买入	16.7	2024年3月4日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	50.6	买入	46.4	2024年1月24日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	78.0	持有	71.1	2024年1月24日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.4	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	27.3	买入	31.3	2024年1月16日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	16.9	买入	21.1	2024年3月27日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	9.3	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	3.8	持有	5.4	2023年8月30日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.4	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	13.5	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.2	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.7	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	9.2	买入	7.8	2023年9月13日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	95.6	买入	125.9	2023年12月11日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	43.3	买入	52.0	2024年3月27日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	53.6	持有	70.1	2023年12月11日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	56.4	持有	76.5	2023年12月11日	化妆品

注：截至2024年4月8日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际。

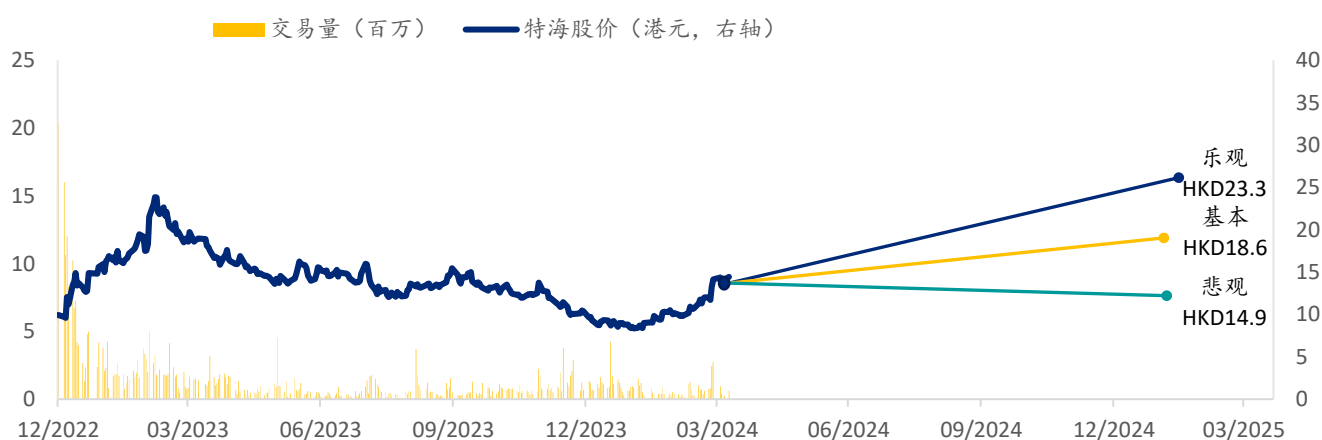
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 特海国际 (9658.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 特海国际 (9658.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 23.3 港元

概率: 25%

- 2024 年, 特海新开 20 家门店;
- 特海 2024 年同店增长率达 12%;
- 整体费用率增速放缓, 经营利润率 2024 年达到 10%。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 14.9 港元

概率: 20%

- 2024 年, 特海新开 10 家门店;
- 特海 2024 年同店增长率同比不及 3%;
- 公司经营利润率 2024 年同比持平。

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,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,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(巨星传奇 6683.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

