

持有

内部调整+疫情影响拖累业绩，深度调整静待成效

海底捞 (6862.HK)

2022-02-23 星期三

投资要点

目标价: **21.0 港元**

现价: 18.92 港元

预计升幅: 11.0%

➤ 公司发布盈利预警，21 财年录得净亏损 38-45 亿元：

公司近日发布盈利预警，预计 2021 财年公司收入超过人民币 400 亿元，增长超过 40%，录得净亏损 38-45 亿元（去年同期为 3.1 亿元盈利），低于市场预期，主要是公司关停 300 家门店产生的一次性损失高于预期，以及海外门店亏损加剧所致。

➤ 启动“啄木鸟计划”，暂缓规模化扩张：

为纠偏此前对疫情的乐观预期，门店大规模扩张招致的经营压力，公司开启“啄木鸟计划”，2021 年公司关停客流量相对较低及经营业绩不达预期的门店 300 余家，产生处置长期资产的一次性损失、减值损失等合计约 33-39 亿元。公司计划在门店平均翻台率低于 4 次/天之前，不会规模化开设新店，暂时失去门店扩张带来的增长动力。我们认为在疫情影响存在较大不确定性背景下，关闭经营不善的门店可及时止损，亦或有助于现有门店客流及运营效率提升。

➤ 近两月翻台率环比有所改善，持续关注翻台率趋势：

从翻台来看，预计 21 年 10-12 月及 22 年 1 月公司整体门店翻台率分别恢复至去年同期的 90%/85%/90%/106%，在疫情持续反复背景下，12 月及 1 月翻台连续两月环比有所改善，但公司短期内仍然面临人工成本占比相对高位、产品降价（公司于 8 月份调低部分产品价格以吸引客流，但受疫情影响，调价并未达到理想预期）、主力客群消费意愿不足等不利因素，建议持续关注翻台率趋势及单店盈利恢复情况。

➤ 维持“持有”评级，目标价 21.0 港元：

基于公司业绩预告，及“啄木鸟计划”对门店数量、内部组织架构和扩张策略的调整，我们下调 21-23 年盈利预测，预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 -0.76/0.33/0.54 元，因疫情反复仍存在较大不确定性，下调目标价至 21.0 港元，对应 2023 年 32 倍 PE。公司作为鲜有已构筑竞争壁垒的行业龙头之一，我们期待内部调整后的效果，维持“持有”评级。

重要数据

日期	2022-02-22
收盘价 (港元)	18.92
总股本 (百万股)	5,574
总市值 (百万港元)	105,460
净资产 (百万元)	10,237
总资产 (百万元)	27,527
52 周高低	72.18/15.86
每股净资产 (元)	1.93

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

主要股东

NP United Holding Ltd. (32.33%)

ZY NP Ltd. (25.11%)

相关报告

海底捞(6862.HK)首发报告-20190808

海底捞(6862.HK)更新报告-20190822

海底捞(6862.HK)更新报告-20200327

海底捞(6862.HK)更新报告-20200827

海底捞(6862.HK)更新报告-20210426

海底捞(6862.HK)更新报告-20210727

海底捞(6862.HK)更新报告-20210921

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	26,556	28,614	40,046	44,743	50,614
同比增长 (%)	56.5%	7.8%	40.0%	11.7%	13.1%
毛利率	57.7%	57.1%	57.6%	57.8%	57.8%
净利润	2,347	310	-4,137	1,777	2,924
同比增长 (%)	42.3%	-86.8%	NA	NA	64.6%
净利润率	8.8%	1.1%	-10.3%	4.0%	5.8%
每股盈利	0.44	0.06	-0.76	0.33	0.54
PE@18.92HKD	35.6	270.2	NA	48.5	29.5

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

报告正文

公司发布盈利预警，21 财年录得净亏损 38-45 亿元：

公司今日发布盈利预警，预计 2021 财年公司收入超过人民币 400 亿元，增长超过 40%，录得净亏损 38-45 亿元（去年同期为 3.1 亿元盈利），低于市场预期，主要是公司关停 300 家门店产生的一次性损失高于预期，以及海外门店亏损加剧所致。店亏损加剧所致。

启动“啄木鸟计划”，暂缓规模化扩张：

为纠偏此前对疫情的乐观预期，门店大规模扩张招致的经营压力，公司开启“啄木鸟计划”，2021 年公司关停客流量相对较低及经营业绩不达预期的门店 300 余家，产生处置长期资产的一次性损失、减值损失等合计约 33-39 亿元。公司计划在门店平均翻台率低于 4 次/天之前，不会规模化开设新店，暂时失去门店扩张带来的增长动力。我们认为在疫情影响存在较大不确定性背景下，关闭经营不善的门店可及时止损，亦或有助于现有门店客流及运营效率提升。

近两月翻台率环比有所改善，持续关注翻台率趋势：

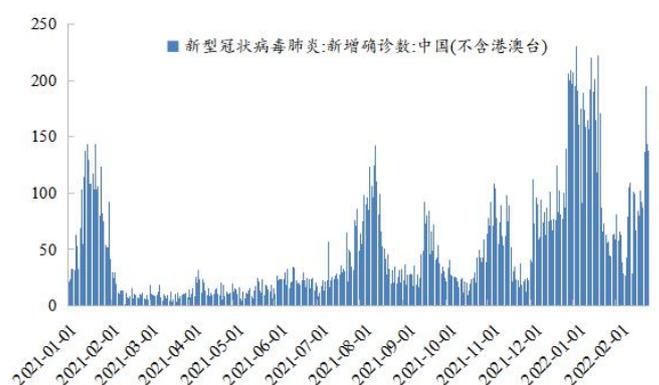
从翻台来看，预计 21 年 10-12 月及 22 年 1 月公司整体门店翻台率分别恢复至去年同期的 90%/85%/90%/106%，在疫情持续反复背景下，12 月及 1 月翻台连续两月环比有所改善，但公司短期内仍然面临人工成本占比相对高位、产品降价（公司于 8 月份调低部分产品价格以吸引客流，但受疫情影响，调价并未达到理想预期）、主力客群消费意愿不足等不利因素，建议持续关注翻台率趋势及单店盈利恢复情况。

图 1：公司整体翻台率同比恢复情况



资料来源：国元证券经纪（香港）整理

图 2：我国新冠疫情确诊情况



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

維持“持有”評級，目標價 21.0 港元：

基於公司業績預告，及“啄木鳥計劃”對門店數量、內部組織架構和擴張策略的調整，我們下調 21-23 年盈利預測，預計公司 2021-2023 年 EPS 分別為-0.76/0.33/0.54 元，因疫情反復仍存在較大不確定性，下調目標價至 21.0 港元，對應 2023 年 32 倍 PE。公司作為鮮有已構築競爭壁壘的行業龍頭之一，我們期待內部調整後的效果，維持“持有”評級。

财务报表摘要

损益表 (人民币 百万元, 财务年度截至12月)					财务分析						
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	26,556	28,614	40,046	44,743	50,614	盈利能力					
营业成本	(11,239)	(12,261)	(16,979)	(18,882)	(21,359)	毛利率 (%)	57.7%	57.1%	57.6%	57.8%	57.8%
毛利	15,317	16,353	23,066	25,862	29,255	净利率 (%)	8.8%	1.1%	-10.3%	4.0%	5.8%
其他收入	263	361	400	447	607	归母净利润率 (%)	8.8%	1.1%	-10.3%	4.0%	5.8%
员工成本	(7,993)	(9,677)	(15,217)	(15,213)	(16,703)	营运表现					
物业租金	(240)	(236)	(400)	(447)	(506)	存货周转率	22.1	24.3	28.9	26.2	26.3
其他经营开支	(1,000)	(1,252)	(1,802)	(1,678)	(1,898)	资产周转率	1.3	1.2	1.5	1.6	1.7
税前盈利	3,247	735	(3,990)	2,434	4,005	偿债能力					
所得税	(900)	(426)	(147)	(657)	(1,081)	资产负债率	48.5%	62.8%	72.1%	69.8%	66.3%
净利润	2,347	310	(4,137)	1,777	2,924	流动比率	1.27	0.67	0.65	1.06	1.42
少数股东损益	2	0	-4	2	3	速动比率	1.06	0.55	0.51	0.91	1.26
归母净利润	2,345	309	(4,133)	1,775	2,921	现金流量表					
EPS	0.44	0.06	(0.76)	0.33	0.54						
资产负债表											
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金	2,222	2,921	2,894	6,383	9,973	除税前利润	3,247	735	(3,990)	2,434	4,005
应收账款及票据	1,616	2,205	2,506	2,990	3,483	融资成本	237	446	516	593	685
存货	1,200	1,154	1,615	1,805	2,042	折旧与摊销	1,891	3,034	4,458	4,275	4,187
总流动资产	7,200	6,593	7,506	13,056	19,053	经营性现金流	4,580	2,921	1,319	5,792	6,793
固定资产	7,690	12,064	10,503	8,188	6,324	资本开支	(4,881)	(6,070)	(1,503)	(463)	(794)
无形资产	112	92	86	71	55	其他投资活动	(145)	1,379	(228)	(304)	(363)
递延税项资产	170	353	353	353	353	投资性现金流	(5,026)	(4,691)	(1,730)	(767)	(1,157)
总资产	20,614	27,527	26,289	28,381	31,507	发行股份所得款	0	0	0	0	0
其他应付款	4,135	4,564	5,614	6,217	6,976	其他融资活动	(1,490)	2,340	385	(1,536)	(2,046)
应付帐款	1,406	1,583	2,192	2,437	2,757	融资性现金流	(1,490)	2,340	385	(1,536)	(2,046)
短期银行贷款	122	3,721	3,721	3,721	3,721	现金变化	(1,936)	570	(27)	3,489	3,590
总流动负债	5,664	9,868	11,527	12,375	13,454	期初持有现金	4,119	2,222	2,921	2,894	6,383
长期贷款	85	62	62	62	62	期末持有现金	2,222	2,683	2,894	6,383	9,973
其他非流动负债	4,239	7,360	7,360	7,360	7,360						
总负债	9,988	17,290	18,949	19,797	20,876						
股东权益	10,626	10,237	7,340	8,584	10,632						

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