



海底捞 (6862.HK): 业绩符合预期, 指引喜忧参半

海底捞 1H23 收入同比增长 25% 至人民币 189 亿元, 净利润达到 22.6 亿元, 基本与盈喜所公布的业绩预期一致。1H23 期间的各项经营费用率同比大幅下降, 帮助门店经营利润率得到大幅提升。我们预计这一趋势将在 2H23 持续, 但 2024 年继续提升盈利能力的空间则相对有限。另外, 公司对于开店依然没有明确的指引和计划, 使公司长期的发展前景显得较不明朗。

2H23 利润率有望继续同比大幅扩张, 但后续空间有限: 海底捞 1H23 盈利能力的提升主要依靠两点: (1) 翻台率同比大幅回升 (至 3.3x) 推动门店店效的恢复, 带来正向经营杠杆; (2) 公司通过数字化手段优化门店经营状况、提升门店运营效率, 使人工费率大幅下降; (3) 部分门店已完成全部固定资产折旧摊销 (一般为 5 年), 使折旧摊销同比大幅下降。基于公司近期一系列优化措施 (包括加快创新产品迭代速度、加大社交媒体营销、提升店长的分红比例等), 管理层目标翻台率回到 2019 年的水平 (4x 以上)。但考虑到行业竞争加剧以及消费力下降, 我们认为 2024 年翻台率继续大幅提升难度较大。而经营效率改善以及折旧摊销费用降低的帮助在 2024 年较难有进一步的体现。因此, 我们预测 2H23 门店利润率在低基数下有望持续同比大幅扩张, 但 2024 年以后盈利持续提升空间则较为有限。

门店扩张计划依然模棱两可: 公司 1H23 门店净增加 11 家 (其中 5 家为新店, 剩下的为硬骨头门店), 可见公司对于新开门店依然采取较为谨慎的态度。管理层称未来将赋能区域教练对新开门店进行个性化设计, 开出更有区域创新特色的门店。虽然管理层表示当翻台率重回 4x 就将重启门店扩张, 但对于未来的开店计划, 公司依然坚持自上而下的模式, 且未给出明确的指引。

长期增长潜力依然堪忧, 估值不具备吸引力: 尽管短期盈利能力大幅提升, 但其可持续性依然颇具争议。面对有限的扩张空间, 公司正试图发展新的业务模型 (比如地摊经济) 来向低线城市进行渗透, 但新业务尚处初级阶段, 不确定性较高。在长期增长潜力堪忧的情况下, 海底捞目前交易在 20x 2024 P/E, 在我们看来并不具备太强的吸引力。我们维持 2023-2025 年的收入预测, 但适当上调了净利预测来反映较低的折旧费用。基于 11x 2024 EV/EBITDA, 我们维持海底捞 24.9 港元目标价以及“持有”评级。

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

百万人民币	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	39,097	31,039	42,309	46,975	52,380
同比变动 (%)	36.6%	-20.6%	36.3%	11.0%	11.5%
归母净利润	-3,250	1,639	4,654	5,430	6,202
同比变动 (%)	n.m.	-150.4%	184.0%	16.7%	14.2%
PE (X)	-32.2	65.2	22.9	19.7	17.2
ROE (%)	-35.8%	21.3%	49.0%	40.0%	34.7%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闲嘉

消费分析师

richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费助理分析师

serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2023 年 8 月 30 日

评级

持有

目标价 (港元)	24.9
潜在升幅/降幅	+15.5%
目前股价 (港元)	21.6
52 周内股价区间 (港元)	11.1-24.7
总市值 (百万港元)	119,841
近 3 月日均成交额 (百万港元)	319.2

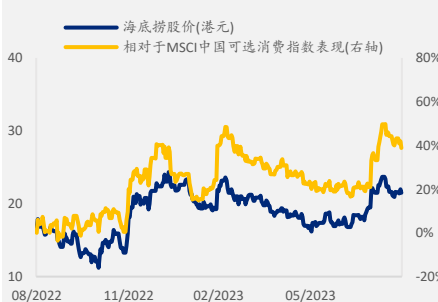
注: 截至 2023 年 8 月 30 日收盘价

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 - 海底捞

利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	39,097	31,039	42,309	46,975	52,380
同比	36.6%	-20.6%	36.3%	11.0%	11.5%
营业成本	-17,243	-12,906	-17,521	-19,447	-21,677
毛利润	21,853	18,132	24,788	27,528	30,703
毛利率	55.9%	58.4%	58.6%	58.6%	58.6%
员工费用	-13,950	-10,240	-11,710	-12,909	-14,298
租金费用	-1,541	-1,309	-1,473	-1,590	-1,808
能源费用	-1,386	-1,048	-1,433	-1,590	-1,772
折旧与摊销	-3,193	-2,560	-2,606	-2,877	-3,223
其他费用	-1,815	-1,506	-1,864	-1,933	-2,054
经营利润	-32	1,470	5,701	6,629	7,549
经营利润率	-0.1%	4.7%	13.5%	14.1%	14.4%
财务费用	-214	-85	-95	-17	61
其他收益或支出	-2,824	733	519	536	558
税前盈利	-3,070	2,118	6,125	7,148	8,167
所得税	-178	-480	-1,470	-1,716	-1,960
所得税率	-5.8%	22.7%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润	-3,248	1,637	4,655	5,433	6,207
减: 少数股东损益	-2	1	-1	-3	-5
归母净利润	-3,250	1,639	4,654	5,430	6,202
归母净利率	-8.3%	5.3%	11.0%	11.6%	11.8%
同比	n.m.	-150.4%	184.0%	16.7%	14.2%

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5,805	6,621	11,795	17,001	22,611
应收票据及应收账款	368	307	505	319	599
预付款项	2,768	1,650	3,000	3,000	3,000
存货	1,456	1,142	2,026	1,490	2,430
其他流动资产	1,009	787	787	787	787
流动资产合计	11,406	10,507	18,112	22,597	29,427
长期股权投资	351	257	346	452	580
固定资产	9,315	5,645	4,669	4,100	3,451
使用权资产	5,819	3,866	3,505	3,664	3,675
无形资产	132	105	78	59	44
商誉	85	85	85	85	85
递延所得税资产	526	601	170	170	170
租金保证金	367	209	280	280	280
其他非流动资产	20	165	165	165	165
非流动资产合计	16,616	10,933	9,298	8,975	8,449
短期借款	3,583	2,364	2,300	2,300	2,300
应付票据及应付账款	1,944	1,321	2,519	1,743	3,008
合同负债	745	794	800	800	800
租赁负债	1,202	898	800	800	800
应交税费	103	58	60	60	60
其他应付款	1,753	1,477	1,600	1,600	1,600
其他流动负债	555	321	321	321	321
流动负债合计	9,886	7,232	8,400	7,624	8,889
递延所得税负债	31	158	150	150	150
租赁负债	6,045	4,296	5,003	5,905	6,367
长期借款	261	232	230	230	230
长期债券	3,796	2,046	2,046	2,046	2,046
其他非流动负债	74	19	20	20	20
非流动负债合计	10,207	6,751	7,449	8,351	8,813
股本	0	0	0	0	0
储备	7,914	7,443	11,547	15,581	20,154
少数股东权益	14	13	14	16	21
所有者权益合计	7,929	7,456	11,561	15,598	20,175

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-3,976	1,914	6,125	7,148	8,167
折旧与摊销	4,548	3,807	3,417	3,719	4,212
财务费用	612	410	95	17	-61
固定资产抛售损失	1,958	-35	0	0	0
减值准备	1,751	245	-400	-250	-200
存货的减少	-302	127	-884	536	-940
经营性应收项目的减少	-673	819	-1,619	185	-280
经营性应付项目的增加	564	-320	1,322	-776	1,265
应付第三方款项	-19	-149	0	0	0
税金	-702	-353	-1,045	-1,716	-1,960
其他	46	-313	-81	-106	-128
经营活动产生的现金流量净额	3,806	6,152	6,929	8,758	10,075
资本开支	-4,458	-841	-1,655	-3,039	-3,359
投资附属机构现金开支	-117	-20	0	0	0
金融资产减少	-550	138	0	0	0
财务收入	15	106	100	177	255
受限制存款变化	197	-284	0	0	0
其他	-39	145	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-4,953	-757	-1,555	-2,862	-3,104
吸收投资收到的现金	1,826	0	-550	-1,396	-1,629
取得借款收到的现金	3,665	-3,065	-66	0	0
财务支出	-210	-205	-195	-195	-195
租赁性负债增加	-970	-1,068	610	901	462
其他	0	-650	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	4,311	-4,988	-201	-690	-1,362
外汇损失	-80	126	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	3,164	408	5,173	5,206	5,610
期初现金及现金等价物余额	2,683	5,767	6,621	11,795	17,001
期末现金及现金等价物余额	5,767	6,301	11,795	17,001	22,611

财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	-0.61	0.30	0.86	1.00	1.15
每股销售额	7.36	5.73	7.81	8.67	9.67
每股股息	0.00	0.10	0.25	0.29	0.33
同比变动					
收入	36.6%	-20.6%	36.3%	11.0%	11.5%
经营溢利	-104.8%	-4651.0%	287.8%	16.3%	13.9%
归母净利润	n.m.	-150.4%	184.0%	16.7%	14.2%
费用与利润率					
毛利率	55.9%	58.4%	58.6%	58.6%	58.6%
经营利润率	-0.1%	4.7%	13.5%	14.1%	14.4%
归母净利率	-8.3%	5.3%	11.0%	11.6%	11.8%
回报率					
平均股本回报率	-35.8%	21.3%	49.0%	40.0%	34.7%
平均资产回报率	-11.7%	6.6%	19.1%	18.4%	17.9%
资产效率					
应收账款周转天数	3.0	4.0	3.5	3.2	3.2
库存周转天数	27.6	36.7	33.0	33.0	33.0
应付账款周转天数	37.3	46.2	40.0	40.0	40.0
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.2	1.5	2.2	3.0	3.3
速动比率 (x)	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3
现金比率 (x)	0.6	0.9	1.4	2.2	2.5
负债/权益	253.4%	187.5%	137.1%	102.4%	87.7%
估值					
市盈率 (x)	-32.2	65.2	22.9	19.7	17.2
企业价值 / EBITDA (x)	30.0	23.3	11.2	9.3	7.8
股息率	0.0%	0.5%	1.2%	1.4%	1.5%

图表 2: 海底捞 (6862.HK) 2023 年上半年经营情况及下半年、全年预测

	1H22	1H23	YoY	2H22	2H23E	YoY	2022	2023E	YoY
收入	15,155	18,886	25%	15,883	23,423	47%	31,039	42,309	36%
-海底捞餐厅经营	14,306	17,935	25%	14,637	22,551	54%	28,943	40,486	40%
-其他餐厅经营	68	105	54%	77	69	-10%	144	173	20%
-外卖业务	448	471	5%	832	369	-56%	1,280	840	-34%
-调味品及食材销售	322	370	15%	341	424	25%	662	795	20%
-其他	12	4	-65%	-3	10	n.m.	9	14	50%
原材料成本	-6,476	-7,685	19%	-6,430	-9,836	53%	-12,906	-17,521	36%
毛利润	8,679	11,201	29%	9,453	13,587	44%	18,132	24,788	37%
毛利率	57.3%	59.3%		59.5%	58.0%		58.4%	58.6%	
人工成本	-5,311	-5,769	9%	-4,929	-5,941	21%	-10,240	-11,710	14%
人工成本占收入比例	35.0%	30.5%		31.0%	25.4%		33.0%	27.7%	
租金成本	-541	-563	4%	-768	-911	19%	-1,309	-1,473	13%
租金成本占收入比例	3.6%	3.0%		4.8%	3.9%		4.2%	3.5%	
折旧及摊销费用	-1,324	-1,144	-14%	-1,235	-1,462	18%	-2,560	-2,606	2%
折旧及摊销占收入比例	8.7%	6.1%		7.8%	6.2%		8.2%	6.2%	
水电费用	-502	-605	21%	-546	-827	52%	-1,048	-1,433	37%
其他费用	-723	-762	5%	-783	-1,102	41%	-1,506	-1,864	24%
核心经营收入	277	2,357	n.m.	1,193	3,344	180%	1,470	5,701	288%
核心经营收入比例	1.8%	12.5%		7.5%	14.3%		4.7%	13.5%	
其他收入	152	264	73%	228	106	-53%	380	370	-3%
其他收益/亏损	-69	227	n.m.	356	-167	-147%	287	60	-79%
联营公司业绩收入	33	20	-41%	41	69	70%	74	89	20%
合营企业业绩收入	-7	-4	-39%	-2	4	n.m.	-8	0	-100%
财务支出	-185	-50	-73%	100	-45	-145%	-85	-95	12%
税前收入	202	2,814	n.m.	1,915	3,311	73%	2,118	6,125	189%
所得税	-130	-555	327%	-350	-915	161%	-480	-1,470	206%
净利润	72	2,259	n.m.	1,565	2,396	53%	1,637	4,655	184%
净利润率	0.5%	12.0%		9.9%	10.2%		5.3%	11.0%	
少数股东权益	-1	1	n.m.	0	0	-63%	-1	1	n.m.
归母净利润	73	2,258	n.m.	1,565	2,396	53%	1,639	4,654	184%
归母净利润率	0.5%	12.0%		9.9%	10.2%		5.3%	11.0%	

E=浦银国际预测

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 3: SPDBI 财务预测变动: 海底捞 (6862.HK)

(人民币百万)	2023E	2024E	2025E
营业收入			
旧预测	42,309	46,975	52,380
新预测	42,309	46,975	52,380
变动	0.0%	0.0%	0.0%
归母净利润			
旧预测	4,285	5,156	6,059
新预测	4,654	5,430	6,202
变动	8.6%	5.3%	2.4%

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 海底捞 (6862.HK)



注: 截至 2023 年 8 月 30 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	38.2	买入	52.8	2023年8月11日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育	89.5	买入	100.9	2023年8月23日	运动服饰品牌
3813.HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	0.8	2023年8月14日	运动服饰零售
6110.HK Equity	滔搏	6.7	买入	8.4	2023年7月3日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	4.9	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	53.6	买入	77.2	2023年8月1日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	415.4	买入	601.8	2023年8月1日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	21.6	持有	24.9	2023年8月30日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	13.0	买入	21.1	2023年7月31日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	12.8	买入	17.1	2023年8月23日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	46.4	买入	56.9	2023年8月20日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	91.6	买入	115.9	2023年8月17日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	17.2	持有	19.9	2023年8月3日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	66.9	买入	100.0	2023年4月26日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	94.0	持有	121.0	2023年4月26日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	10.4	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	26.6	买入	32.6	2023年8月29日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	25.0	买入	40.2	2023年3月31日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	10.5	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.7	持有	5.4	2023年8月30日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.2	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	18.8	买入	42.8	2023年2月20日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.5	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.8	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品

注：截至 2023 年 8 月 30 日收盘价。

资料来源：Bloomberg、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在过去 12 个月内并没有任何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。

浦银国际证券机构销售团队

周文頌

tallan_zhou@spdbi.com
852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com
852-2808 6475

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

