

來源：彭博

財務資料摘要

人民幣(億)	6M18
營業收入	21.3
變動(%)	35.1
稅前利潤	2.9
變動(%)	16.9
淨利潤	2.1
變動(%)	11.2

主要股東資料

	持股
賀光啟	42.2%
General Atlantic	19.3%
Hillhouse Capital	5.4%

來源：披露易

業務模式

- 呷哺呷哺為國內中式餐飲品牌，以火鍋類別為主，以「呷哺呷哺」和「湊湊」兩個品牌經營火鍋店，後者走中高檔路線，引入「火鍋+茶憩」商業模式，目標為相對富裕和參與商務聚餐的顧客。截至2018年6月底止，公司在國內14個省份和3個直轄市(北京、天津及上海)經營合共780間「呷哺呷哺」餐廳以及28間「湊湊」餐廳。2018年上半年，有48間「呷哺呷哺」餐廳以及7間「湊湊」餐廳屬於新開張。網絡布局以中國北方為主，尤其是北京，佔近四成分店數目。
- 目前公司絕大部分收入均來自餐廳業務。為進一步擴闊新收入來源，公司近年以「呷哺小鮮」品牌發展外送業務，提供火鍋外送以及食材外送服務。然而，目前外送業務收入貢獻有限。

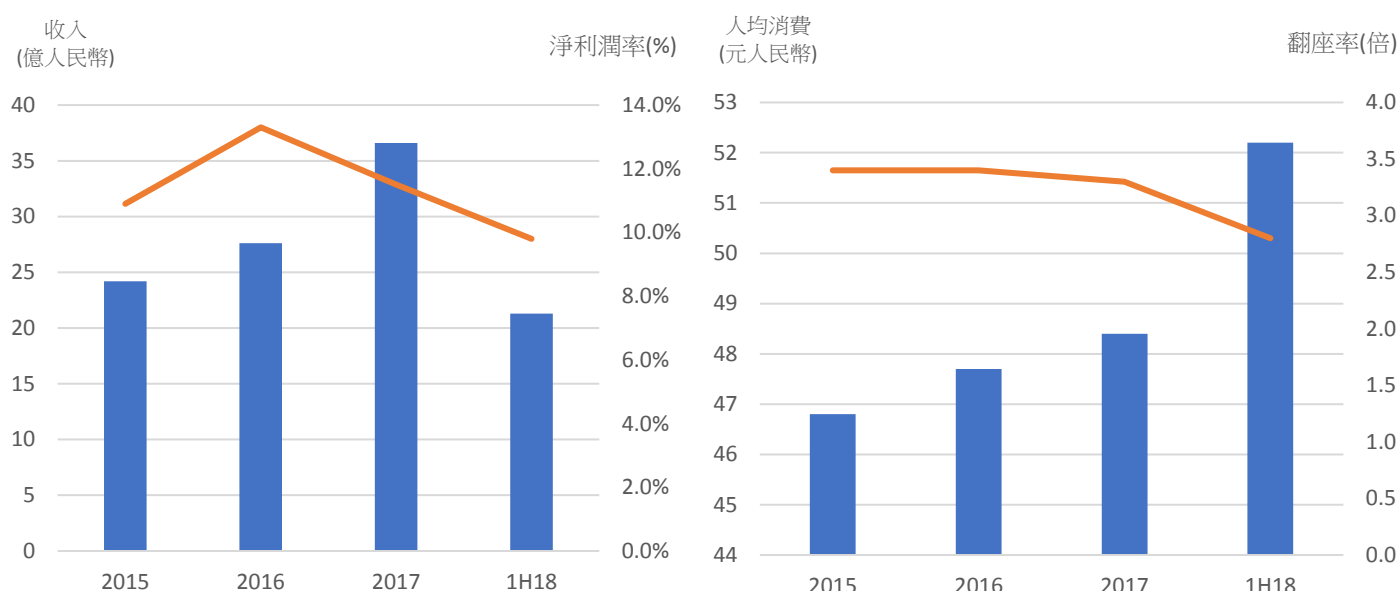
呷哺呷哺網絡分布

地區	分店數目(間)
北京	288
上海	49
天津	74
河北	135
中國東北	78
其他地區	156
總計	780

來源：公司中期報告

經營業績

- 截至 2018 年 6 月底止之中期業績，收入按年增長 35.1% 至 21.3 億人民幣；純利按年上升 11.2% 至 2.1 億人民幣。盈利穩定增長，主要得益於門店數目擴張以及人均消費提升。然而，受到原材料和耗材以及員工成本上漲，拖累淨利潤按年下跌 2.1 個百分點至 9.8%。
- 經營數據方面，期內顧客人均消費按年增加 5 元人民幣或 10.6%，至 52.2 元人民幣。翻座率從 2017 年中期的 3.1 倍跌至 2.8 倍，相信是公司網絡向北京以外地區擴展以及進行店舖升級。至於同店銷售，整體增長率為 7.3%，與 2017 年同期相若，其中上海及河北銷售增長較快，錄得低雙位數增長。

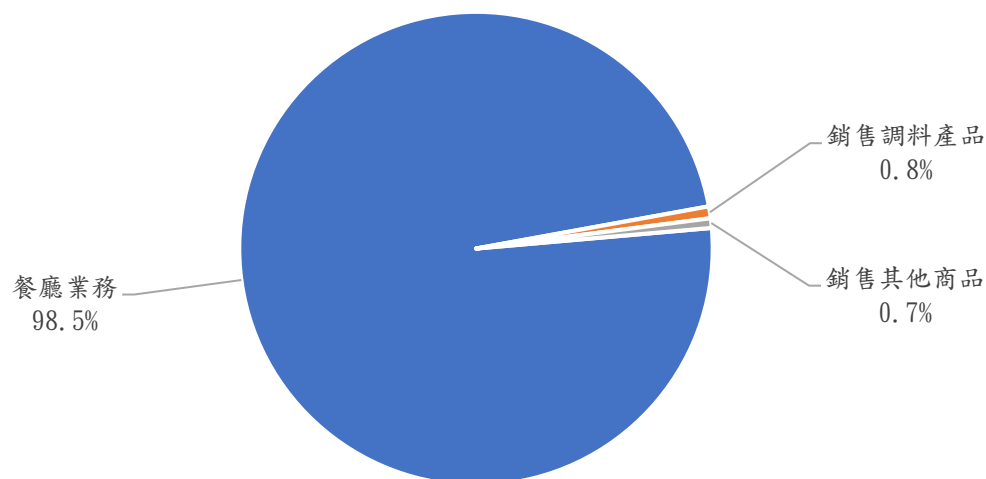


來源：公司通告，經鴻騰資本證券整理

來源：公司通告，經鴻騰資本證券整理

- 值得一提是，走中高檔路線的「湊湊」餐廳於期內收入錄得高速增長，同比飆升近 5 倍至 1.96 億人民幣，收入佔比進一步攀升至 9.2%，2017 年同期僅佔 2.1%。與此同時，「湊湊」餐廳於 2018 年上半年扭虧為盈，經營利潤為 2,280 萬人民幣。

收入分布



人民幣(千元)	2015	2016	2017	1H18
餐廳業務	2,424,606	2,758,137	3,599,065	2,097,866
銷售調料產品	-	-	34,040	17,222
銷售其他商品	-	-	30,888	13,985
總數	2,424,606	2,758,137	3,663,993	2,129,073

來源：公司通告，經鴻騰資本證券整理

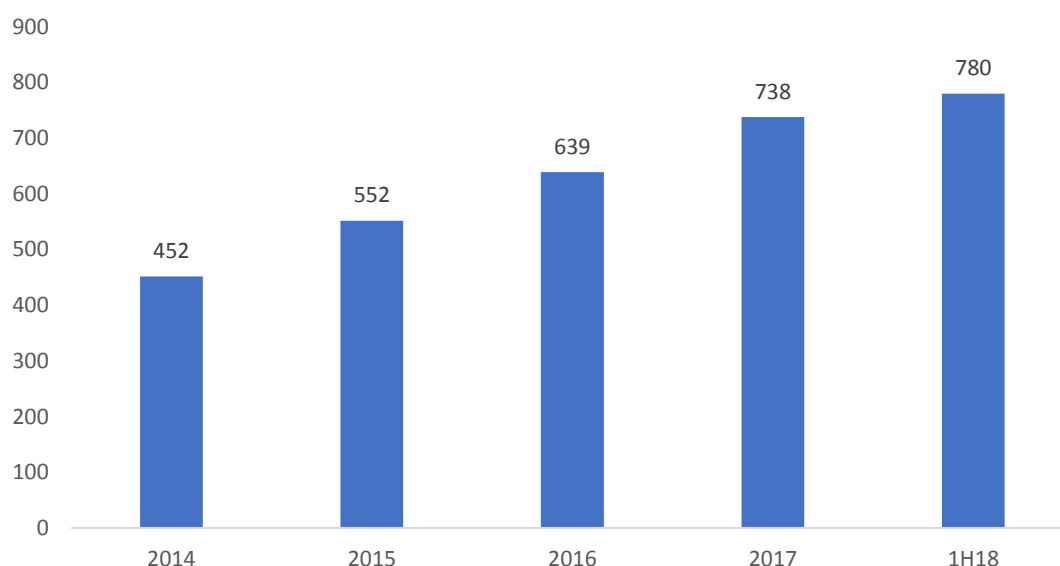
成本結構

人民幣(千元)	2015	2016	2017	1H18
原材料及耗材	946,164	979,258	1,365,240	791,745
員工成本	542,980	651,956	833,366	538,310
物業租金開支	328,416	356,971	441,242	268,048
公用事業費用	101,375	108,951	131,559	73,082
折舊及攤銷	120,022	113,968	151,325	97,584
其他開支	139,297	146,947	238,817	119,588
總開支	2,178,254	2,358,051	3,161,549	1,888,357

來源：公司通告，經鴻騰資本證券整理

前景

- 呷哺呷哺過去一直倚仗門店快速擴張，作為收入增長動力，預期公司未來會維持其擴張步伐，配合將現有門店升級，相信在質和量方面均有一定提升。通過分店網絡不斷擴大，有助發揮規模效應，特別是進行批量採購食材，將增加議價能力。加上呷哺呷哺新開門店只需約3個月已經可達到收支平衡，即使快速擴張門店數目，亦不會對盈利構成太大壓力。此外，公司陸續對門店進行改造工程，加強自動化以及顧客體驗，不僅可減省營運成本，並提高人均消費，以彌補翻座率的下滑。



來源：公司通告，經鴻騰資本證券整理

- 「湊湊」品牌定位與「呷哺呷哺」截然不同，前者人均消費大約130元人民幣，後者大約50元人民幣。公司計劃該品牌的門店數目到2020年將會達到100間。隨著「湊湊」品牌的收入佔比增加，預期將拉動公司整體的人均消費，進一步對盈利能力有正面作用。

風險因素

- 門店增長速度不及預期
- 食材、員工及租金等經營成本上漲
- 食物安全

投資建議

- 呷哺呷哺以雙軌並行的發展模式，「呷哺呷哺」品牌以大眾化價錢，擴張門店網絡，有利進軍三、四線城市以及一些空白地區，至於「湊湊」品牌繼續向消費力較強的一二線城市滲透，預期在規模效應加強和新品牌助力下，有利提升整體人均消費和盈利能力。目前 2019 年度預測市盈率約為 17 倍左右，與龍頭企業海底撈(06862.HK)比較，估值相對落後，現價可收集作中長線部署。

盈利預測

人民幣(百萬元)	2017A	2018E	2019E	2020E
收入	3664	4699	5764	6670
除稅前溢利	542.8	640.8	795.3	962.1
期內溢利	420.2	482.6	601.1	726.7

來源: 彭博

估值

	2019E	2020E
市盈率	17.3	14.4
股息率	2.3	2.8

同業比較

公司	編號	市值 (百萬港元)	股價年初至 今變化(%)	預測市盈率 (X)	預測股息率 (%)
呷哺呷哺	520.HK	12,271	(7.77)	17.31	2.28
大家樂	341.HK	12,209	9.85	23.22	3.94
味千	538.HK	2,432	1.83	9.90	4.45
唐宮	1181.HK	1,250	1.74	8.44	13.82
海底撈	6862.HK	97,096	6.76	31.34	0.65

來源: 彭博

免責聲明

本報告由鴻鵬資本證券有限公司(“鴻鵬”)研究部刊發，內容基於其認為可靠的來源，但就其是否公平、準確、完整或正確，鴻鵬概不作出或發出任何明示或默示的保證或承諾。本報告中的所有意見如有更改，恕不另行通知。所提供的資訊僅供參考和閱覽，並非就本文提及的證券或投資進行買賣或交易的建議、要約或招攬。在市場慣例允許的情況下，鴻鵬以及其員工和親屬或連絡人，可不時就本報告中提及的公司的證券或相關產品或投資持有頭寸，以及進行買賣。投資涉及風險。投資者應注意，投資的價值和證券的價格可以上升或下跌，過往表現不一定未來表現的指標。投資者應尋求獨立專業意見，鴻鵬在任何情況下，就投資者使用此報告的資訊而可能蒙受的利潤損失，概不在任何方面承擔責任。本報告的內容的版權屬於鴻鵬所有。未經鴻鵬許可，任何人不得就任何目的複製、發佈或分發本報告的全部或部分內容。本報告所載觀點，由證監會持牌分析師擬備，並準確反映分析師對有關證券的個人意見。除非另有披露，否則於本報告刊發日期，就本文談及的公司或與該等公司屬同一集團的成員公司的證券，本報告的分析師並無持有任何權益。

鴻鵬資本證券有限公司

地址：香港灣仔港灣道1號會展廣場辦公大樓44樓

電話：(852)3423 0090 傳真(852)3423 0099

電郵：info@greatroc.com.hk, bevisho@greatroc.com.hk