

买入

25H2 经营有望改善，关注新品牌成长性

海底捞 (6862.HK)

2025-12-16 星期二

【投资要点】

➤ 25H1 经营承压，下半年有望改善

公司经营业绩受到餐饮环境影响，25H1 公司收入/归母净利润分别为 207.03/17.55 亿元，同比分别-3.7%/-13.7%。公司业绩下滑主要受翻台率疲弱影响，公司 25H1 翻台率为 3.8 次，去年同期为 4.2 次。25H1 客单价略有提升，顾客人均消费为 97.9 元，同比+0.5%。我们认为，在去年低基数效应下，以及公司专注产品创新和门店升级下，25H2 经营业绩有望改善，翻台率同比企稳。

➤ 海底捞门店深耕差异化，打造特色主题店

截至 25H1，公司餐厅总数量为 1489 家，海底捞（自营）/海底捞（加盟）/其他新品牌数量分别为 1322/41/126 家，相较 24 年底分别净-33/+28/+52 家。25H1，公司门店拓展采取有进有退、动态调优做法，旨在专注明店升级，打造差异化的海底捞门店。场景端，公司打造夜宵场景、亲子互动、宠物友好等主题店型，满足现有顾客和潜在消费者的多样化需求。

➤ 红石榴计划稳步推进，关注新品牌成长性

公司推进多品牌发展战略，红石榴计划自去年推出以来，已有焰请烤肉铺子、火焰官、小嗨爱炸、举高高小火锅等多个子品牌落地，覆盖正餐、简餐、快餐等不同消费场景。当中，焰请烤肉铺子作为标杆项目，以“烤肉+洗头+夜间酒吧”的复合模式，吸引不同客群，目前已运营超 70 家门店。不同新品牌的孵化，不仅为了培养公司的二次成长曲线，同时也能形成协同效应。

➤ 给予“买入”评级，目标价 18.06 港元/股

公司采取门店优化与拓展并行的策略，主品牌海底捞持续升级门店，子品牌孵化挖掘新的细分市场机会，当前股价对应 25E 股息率约 6%。我们预期 25-27 年公司实现归母净利润分别为 44.34/48.57/53.42 亿元，给予 18.06 港元/股目标价，对应 25 年约 20 倍 PE，较现价有 23.7%的涨幅空间，给予“买入”评级。

| 百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 41,453 | 42,755 | 42,793 | 45,358 | 48,888 |
| 同比增长 | 33.6% | 3.1% | 0.1% | 6.0% | 7.8% |
| 毛利率 | 52.1% | 56.2% | 56.2% | 56.7% | 57.9% |
| 归母净利润 | 4,499 | 4,708 | 4,434 | 4,857 | 5,342 |
| 同比增长 | 227.4% | 4.6% | -5.8% | 9.5% | 10.0% |
| 净利率 | 10.9% | 11.0% | 10.4% | 10.7% | 10.9% |
| 每股盈利 | 0.83 | 0.87 | 0.82 | 0.90 | 0.99 |
| PE@14.60HKD | 16.0 | 15.2 | 16.2 | 14.8 | 13.4 |

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

目标价：**18.06 港元**

现价：**14.60 港元**

预计升幅：**23.7%**

重要数据

| 日期 | 2025-12-15 |
|------------|-------------|
| 收盘价（港元） | 14.60 |
| 总股本（亿股） | 55.74 |
| 总市值（亿港元） | 813.8 |
| 净资产（亿元） | 95.64 |
| 总资产（亿元） | 211.15 |
| 52 周高低（港元） | 12.43/18.88 |
| 每股净资产（元） | 1.718 |

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. (20.60%)

相关报告

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

海底捞(6862.HK)更新报告-20220223

海底捞(6862.HK)即时点评-20230224

研究部

姓名：李芳芳

SFC: BJO038

电话：0755-82846267

Email: liff@gyzq.com.hk

【报告正文】

➤ 25H1 经营承压，下半年有望改善

公司经营业绩受到餐饮环境影响，25H1 公司收入/归母净利润分别为 207.03/17.55 亿元，同比分别-3.7%/-13.7%。公司业绩下滑主要受翻台率疲弱影响，公司 25H1 翻台率为 3.8 次，去年同期为 4.2 次。25H1 客单价略有提升，顾客人均消费为 97.9 元，同比+0.5%。成本端，25H1 公司原材料成本/员工成本占比收入分别为 39.8%/33.8%，同比+0.8pct/+0.5pct，租金成本占比收入为 1.0%，维持稳定。原材料成本提升，主要由于公司为进一步提升顾客体验而增加了菜品和物料耗用；员工成本提升，主要是固定人工成本的提高。

下半年以来，公司整体运营表现稳定，并顺应季节性消费需求推出新品，并结合季节特点优化门店服务细节与氛围，提高门店吸引力。我们认为，在去年低基数效应下，以及公司专注产品创新和门店升级下，25H2 经营业绩有望改善，翻台率同比企稳。

➤ 海底捞门店深耕差异化，打造特色主题店

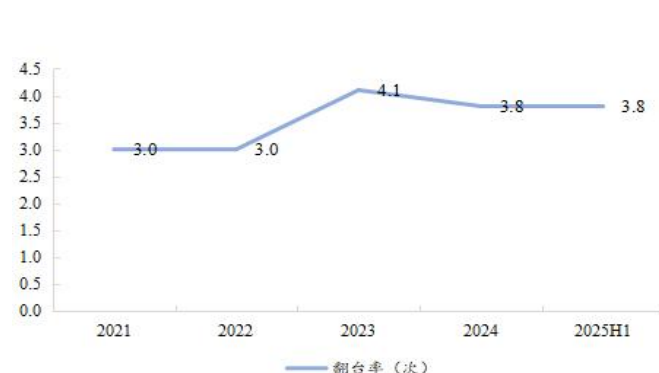
截至 25H1，公司餐厅总数量为 1489 家，海底捞（自营）/海底捞（加盟）/其他新品牌数量分别为 1322/41/126 家，相较 24 年底分别净-33/+28/+52 家。25H1，公司门店拓展采取有进有退、动态调优做法，旨在专注明店升级，打造差异化的海底捞门店。

公司打造夜宵场景、亲子互动、宠物友好等主题门店，以满足现有顾客和潜在消费者的多样化需求。夜宵主题店深耕“夜经济”场景，亲子主题店参与儿童餐食市场，宠物友好餐厅探索宠物经济领域。除此之外，公司尝试的主题店型还包括创新概念店、山野风主题店、海鲜大排档主题店等。

图 1：公司门店数



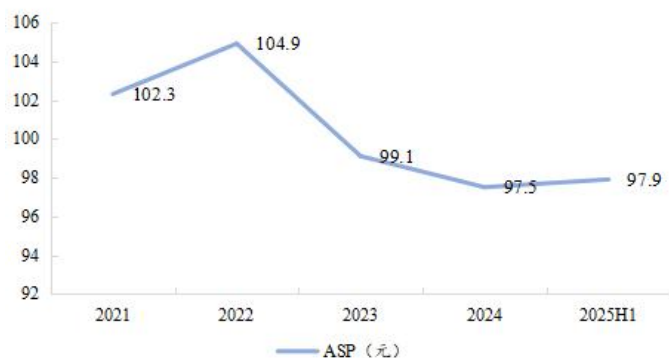
图 2：公司翻台率表现



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 3：公司 ASP 表现



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 4：公司同店日均销售额表现



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

➤ 红石榴计划稳步推进，关注新品牌成长性

公司推进多品牌发展战略，红石榴计划自去年推出以来，已有焰请烤肉铺子、火焰官、小嗨爱炸、举高高小火锅等多个子品牌落地，覆盖正餐、简餐、快餐等不同消费场景。其中，焰请烤肉铺子作为标杆项目，以“烤肉+洗头+夜间酒吧”的复合模式吸引不同客群，目前已运营超 70 家门店。不同新品牌的孵化，不仅为了培养公司的二次成长曲线，还使多品牌形成协同效应。

图 5：公司焰请烤肉铺子门店情况



资料来源：公开市场资料、国元证券经纪（香港）整理

➤ 给予“买入”评级，目标价 18.06 港元/股

公司采取门店优化与拓展并行的策略，主品牌海底捞持续升级门店，子品牌孵

化挖掘新的细分市场机会，当前股价对应 25E 股息率约 6%。我们预期 25-27 年公司实现归母净利润分别为 44.34/48.57/53.42 亿元，给予 18.06 港元/股目标价，对应 25 年约 20 倍 PE，较现价有 23.7% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

表 1：行业估值比较（20251215）

| 公司名称 | 代码 | 收盘价 2025/12/15 | 市值 (百万港元) | PE (2025E) |
|-------|---------|-------------------|--------------|---------------|
| 海底捞 | 6862.HK | 14.6 | 81,380 | 16.2 |
| 九毛九 | 9922.HK | 1.7 | 2,418 | 25.4 |
| 呷哺呷哺 | 0520.HK | 0.8 | 847 | NA |
| 达势股份 | 1405.HK | 76.6 | 10,060 | 61.6 |
| 百胜中国 | 9987.HK | 378.0 | 135,131 | 18.8 |
| 小菜园 | 0999.HK | 9.5 | 11,177 | 13.4 |
| 绿茶集团 | 6831.HK | 6.3 | 4,216 | 7.8 |
| 大家乐集团 | 0341.HK | 5.2 | 3,033 | NA |

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 市场竞争加剧；
2. 食品安全；
3. 品牌老化；
4. 食材成本大幅上涨等。

【财务报表摘要】

| 资产负债表 | | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 现金及现金等价物 | 9,330 | 7,475 | 9,051 | 9,185 | 8,800 |
| 应收账款 | 2,426 | 1,792 | 1,759 | 1,864 | 2,009 |
| 存货 | 1,075 | 1,061 | 1,061 | 1,133 | 1,228 |
| 其他流动资产 | 2,076 | 2,697 | 2,696 | 2,858 | 3,080 |
| 流动资产 | 14,907 | 13,024 | 14,566 | 15,040 | 15,116 |
| 固定资产净值 | 3,921 | 3,320 | 2,087 | 1,180 | 926 |
| 无形资产 | 74 | 52 | 36 | 24 | 16 |
| 使用权资产 | 3,461 | 3,019 | 2,800 | 2,900 | 2,850 |
| 商誉 | 85 | 85 | 85 | 85 | 85 |
| 其他长期资产 | 2,229 | 3,282 | 3,282 | 3,282 | 3,282 |
| 总资产 | 24,677 | 22,781 | 22,856 | 22,511 | 22,275 |
| 应付账款 | 3,994 | 4,043 | 4,108 | 4,388 | 4,754 |
| 应付关联方款项 | 361 | 373 | 379 | 405 | 439 |
| 借款 | 636 | 98 | 148 | 148 | 148 |
| 应付税项 | 379 | 620 | 494 | 494 | 494 |
| 租赁负债 | 933 | 889 | 838 | 838 | 838 |
| 其他 | 939 | 1,081 | 1,977 | 2,112 | 2,288 |
| 流动负债 | 7,242 | 7,104 | 7,944 | 8,385 | 8,961 |
| 租赁负债 | 3,615 | 3,109 | 2,542 | 1,978 | 1,390 |
| 长期债券 | 2,076 | 2,028 | 1,695 | 1,319 | 927 |
| 递延所得税负债 | 210 | 106 | 100 | 100 | 100 |
| 其他 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| 总负债 | 13,160 | 12,364 | 12,298 | 11,799 | 11,394 |
| 非控股权益 | 10 | 17 | 25 | 33 | 41 |
| 股东权益 | 11,507 | 10,400 | 10,534 | 10,679 | 10,839 |
| 总权益 | 11,517 | 10,417 | 10,559 | 10,712 | 10,880 |
| 负债及权益合计 | 24,677 | 22,781 | 22,856 | 22,511 | 22,275 |

| 现金流量表 | | | | | |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 除税前溢利 | 5,833 | 6,624 | 6,256 | 6,851 | 7,535 |
| 所得税 | (1,338) | (1,924) | (1,814) | (1,987) | (2,185) |
| 折旧 | 2,909 | 2,535 | 2,259 | 2,041 | 1,525 |
| 摊销 | 37 | 24 | 16 | 12 | 8 |
| 运营资金的变动 | 1,357 | 692 | 874 | 101 | 114 |
| 其他 | 202 | (317) | 212 | (100) | 50 |
| 经营活动产生现金流量 | 9,000 | 7,634 | 7,804 | 6,919 | 7,047 |
| 资本开支 | (460) | (660) | (1,027) | (1,134) | (1,271) |
| 其他 | (4,851) | 569 | - | - | - |
| 投资活动产生现金流量 | (5,311) | (91) | (1,027) | (1,134) | (1,271) |
| 新增负债 | 1,054 | 97 | 100 | 160 | 220 |
| 偿还负债 | (3,915) | (1,605) | (1,000) | (1,100) | (1,200) |
| 分红 | (554) | (6,071) | (4,301) | (4,711) | (5,182) |
| 其他 | (87) | (50) | - | - | - |
| 融资活动产生现金流量 | (3,502) | (7,630) | (5,201) | (5,651) | (6,162) |
| 现金净变动 | 188 | (87) | 1,576 | 134 | (386) |
| 现金的期初余额 | 6,301 | 6,476 | 7,475 | 9,051 | 9,185 |
| 汇率变动影响 | (13) | 18 | - | - | - |
| 现金的期末余额 | 6,476 | 6,407 | 9,051 | 9,185 | 8,800 |

| 利润表 | | | | | |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业收入 | 41,453 | 42,755 | 42,793 | 45,358 | 48,888 |
| 营业成本 (剔除折旧) | 16,946 | 16,211 | 16,475 | 17,599 | 19,066 |
| 毛利 | 24,507 | 26,544 | 26,318 | 27,759 | 29,822 |
| 销售及行政管理费 (剔除摊销) | 14,980 | 16,262 | 16,475 | 17,599 | 19,555 |
| 其他经营开支 | 670 | 1,228 | 1,300 | 1,300 | 1,300 |
| 税前折旧及摊销前利润 | 8,857 | 9,053 | 8,542 | 8,860 | 8,967 |
| 折旧 | 2,909 | 2,535 | 2,259 | 2,041 | 1,525 |
| 摊销 | 37 | 24 | 16 | 12 | 8 |
| 息税前利润 | 5,911 | 6,495 | 6,267 | 6,807 | 7,433 |
| 利息成本 | 351 | 275 | 311 | 256 | 198 |
| 其他成本 | (273) | (404) | (300) | (300) | (300) |
| 除税前溢利 | 5,833 | 6,624 | 6,256 | 6,851 | 7,535 |
| 所得税 | 1,338 | 1,924 | 1,814 | 1,987 | 2,185 |
| 非控股权益 | 4 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 归母净利润 | 4,499 | 4,708 | 4,434 | 4,857 | 5,342 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 成长性 (%) | | | | | |
| 营业收入增长率 | 33.6% | 3.1% | 0.1% | 6.0% | 7.8% |
| 净利润增长率 | 227.4% | 4.6% | -5.8% | 9.5% | 10.0% |
| 盈利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 52.1% | 56.2% | 56.2% | 56.7% | 57.9% |
| 净利率 | 10.9% | 11.0% | 10.4% | 10.7% | 10.9% |
| ROE | 47.5% | 42.9% | 42.3% | 45.7% | 49.5% |
| ROA | 19.5% | 19.8% | 19.4% | 21.4% | 23.9% |
| 偿债能力 (%) | | | | | |
| 资产负债率 | 53.3% | 54.3% | 53.8% | 52.4% | 51.2% |
| 流动比率 | 2.06 | 1.83 | 1.83 | 1.79 | 1.69 |
| 速动比率 | 1.91 | 1.68 | 1.70 | 1.66 | 1.55 |
| 营运能力 (次) | | | | | |
| 存货周转率 | 15.29 | 15.18 | 15.53 | 16.04 | 16.15 |
| 流动资产周转率 | 1.63 | 1.82 | 1.71 | 1.78 | 1.91 |
| 总资产周转率 | 1.80 | 1.93 | 1.93 | 2.06 | 2.24 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.83 | 0.87 | 0.82 | 0.90 | 0.99 |
| 每股净资产 | 2.12 | 1.92 | 1.95 | 1.97 | 2.00 |
| 估值比率 (倍) | | | | | |
| PE | 15.96 | 15.23 | 16.17 | 14.76 | 13.42 |
| PB | 6.24 | 6.88 | 6.79 | 6.69 | 6.59 |

投资评级定义及免责条款

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
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>