

买入
主品牌 25H2 经营改善，红石榴计划持续推进
海底捞 (6862.HK)

2026-04-08 星期三

【投资要点】
➤ 营收微增，外卖及新品牌业务表现亮眼

2025 年，公司收入/归母净利润分别为 432.25/40.50 亿元，同比分别 +1.1%/-13.98%。公司业绩下滑主要受翻台率下滑及产品、场景等创新模式投入调整影响。分业务看，公司海底捞餐厅/外卖/其他餐厅/调味品及食材销售/加盟业务分别实现 375.43/26.57/15.21/11.55/2.70 亿元，分别同比 -7.1%/+111.9%/+214.6%/100.8%，外卖业务和新品牌业务增长快速。

➤ 翻台率 25H2 环比改善，客单价企稳

截至 2025 年底，公司餐厅总数量为 1383 家，海底捞（自营）/海底捞（加盟）/其他新品牌数量分别为 1304/79/207 家，相较 24 年底分别净-51/+66/+133 家。公司海底捞门店布局秉持提质增效原则，截至 2025 年底已完成改造的特色主题店接近 200 家，通过将老店改造为特色主题店实现同店增长。2025 年公司翻台率为 3.9 次，同比-0.2 次，但相较 25H1 的 3.8 次有所改善；同店销售同比-7%（25H1 同店销售同比-9.9%）；客单价 97.7 元，同比+0.2%。

➤ 红石榴计划持续推进，关注二次增长曲线

截至 2025 年底，红石榴计划共有 20 个品牌 207 家门店，仍处于初创和探索期，全年整体收入达 8.9 亿元，其中宴请烤肉板块共有 80 家门店，全年收入约 4.8 亿元。公司新品牌孵化坚持先跑清店型再陆续开店的原则，期望未来创业品牌与主品牌协同发展、提质增效，2026 年红石榴计划的投入会较 2025 年略有提升。

➤ 维持“买入”评级，目标价 19.44 港元/股

公司主品牌海底捞门店持续提质增效，红石榴计划持续推进布局二次增长曲线，当前股价对应 26E 股息率 5%+。我们预期 26-28 年公司实现归母净利润分别为 46.00/51.78/57.61 亿元，给予 26 年 20 倍 PE，对应 19.44 港元/股目标价，较现价有 30.9% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	42,755	43,225	47,003	50,973	54,974
同比增长	3.1%	1.1%	8.7%	8.4%	7.8%
毛利率	56.2%	54.4%	54.6%	54.8%	55.1%
归母净利润	4,708	4,050	4,600	5,178	5,761
同比增长	4.6%	-14.0%	13.6%	12.6%	11.3%
净利率	11.0%	9.4%	9.8%	10.2%	10.5%
每股盈利	0.87	0.75	0.85	0.96	1.07
PE@14.81HKD	15.0	17.4	15.4	13.6	12.3

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

目标价：**19.44 港元**
 现价：**14.85 港元**
 预计升幅：**30.9%**

重要数据

日期	2026-04-08
收盘价（港元）	14.85
总股本（亿股）	55.74
总市值（亿港元）	827.74
净资产（亿元）	100.05
总资产（亿元）	220.90
52 周高低（港元）	12.43/18.28
每股净资产（元）	1.796

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-20251216
 海底捞(6862.HK)即时点评-20260114

研究部

姓名：李芳芳

SFC: BJO038

电话：0755-82846267

Email:liff@gyzq.com.hk

【报告正文】

➤ 营收微增，外卖及新品牌业务表现亮眼

2025年，公司收入/归母净利润分别为432.25/40.50亿元，同比分别+1.1%/-13.98%。公司业绩下滑主要受翻台率下滑及产品、场景等创新模式投入调整影响。分业务看，公司海底捞餐厅/外卖/其他餐厅/调味品及食材销售/加盟业务分别实现375.43/26.57/15.21/11.55/2.70亿元，分别同比-7.1%/+111.9%/+214.6%/100.8%，外卖业务和新品牌业务增长快速。

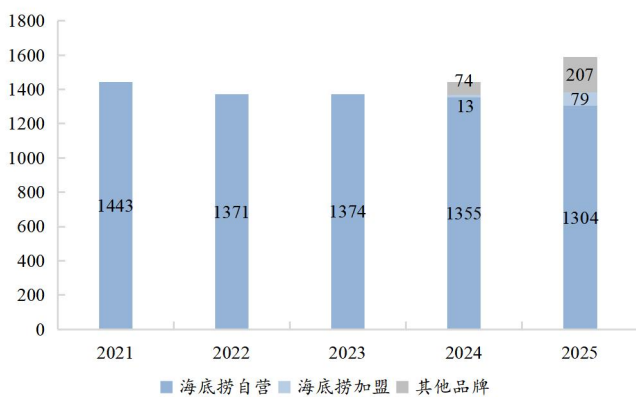
成本端，2025年公司原材料成本/员工成本占比收入分别为40.5%/32.6%，同比+2.6pct/-0.4pct，租金成本占比收入为1.0%，维持稳定。原材料成本占比提升，主要由于公司为进一步提升顾客体验而优化了菜品结构，以及主品牌以外收入占比提升影响。

➤ 翻台率 25H2 环比改善，客单价企稳

截至2025年底，公司餐厅总数量为1383家，海底捞（自营）/海底捞（加盟）/其他新品牌数量分别为1304/79/207家，相较24年底分别净-51/+66/+133家。公司海底捞门店布局秉持提质增效原则，截至2025年底已完成改造的特色主题店接近200家，通过将老店改造为特色主题店实现同店增长。2025年公司翻台率为3.9次，同比-0.2次，但相较25H1的3.8次有所改善；同店销售同比-7%（25H1同店销售同比-9.9%）；客单价97.7元，同比+0.2%。

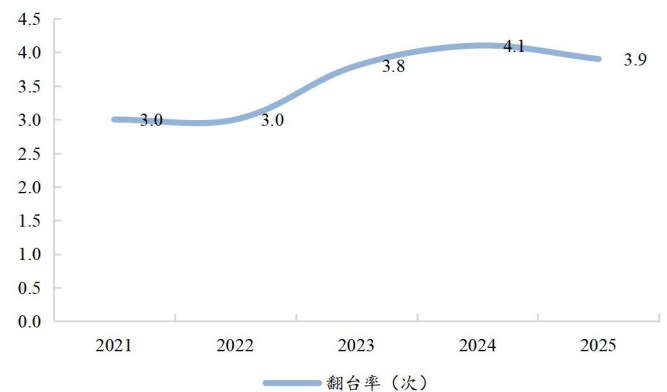
展望2026年，公司一季度翻台率同比提升，外卖业务延续25年的高增长，开局经营良好，对全年有较好预期。开店方面，公司将保持谨慎态度，新开门店（含直营、加盟）整体增速保持中单位数，关店无固定目标，整体将根据市场机会和战略需求灵活调整，保障可持续增长。

图 1：公司门店数

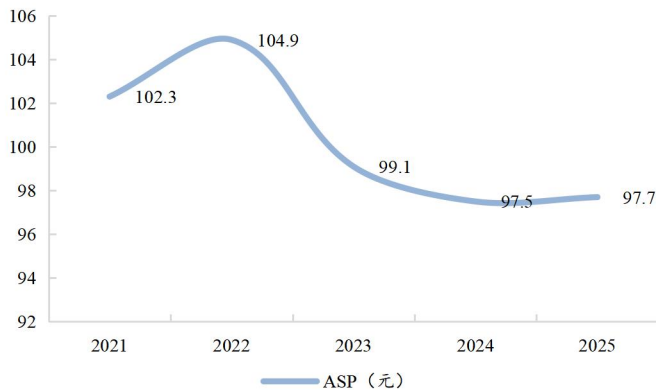


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

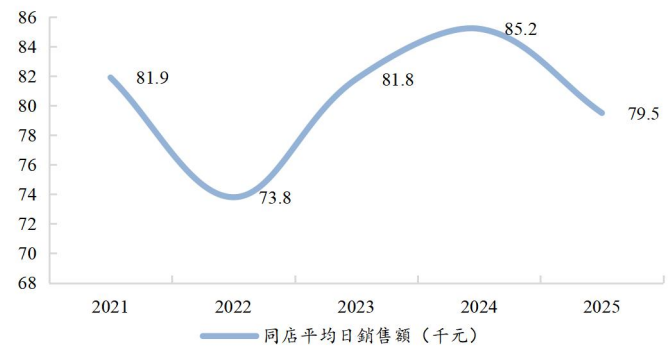
图 2：公司翻台率表现



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

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

► 红石榴计划持续推进，关注二次增长曲线

截至 2025 年底，红石榴计划共有 20 个品牌 207 家门店，仍处于初创和探索期，全年整体收入达 8.9 亿元，其中宴请烤肉板块共有 80 家门店，全年收入约 4.8 亿元。公司新品牌孵化坚持先跑清店型再陆续开店的原则，期望未来创业品牌与主品牌协同发展、提质增效，2026 年红石榴计划的投入会较 2025 年略有提升。

目前红石榴计划已有两个极致质价比代表项目，运营表现良好，关注后续拓展节奏及经营表现。（1）海鲜大排档项目，已开业 8 家，仍在持续拓展合适物业，已开门店整体表现优异，其中南宁店 2026 年 2 月开业后翻台率整体保持 6 以上，广州店 2025 年 12 月开业后翻台率一直保持 5.5 以上，该店型模型成熟度较高，未来 3 年有机会实现开设 500 家的目标；（2）寿司项目，国内寿司赛道 2025 年整体规模约 250 亿元，前五大品牌按门店口径计算市占率较低，竞争格局分散，公司寿司项目起步时间不长，仅 1 家门店于 2025 年开业，目前翻台率保持 6 以上，结合赛道特性与公司供应链、运营优势，未来 2 年有潜力开出 100 家。

► 维持“买入”评级，目标价 19.44 港元/股

公司主品牌海底捞门店持续提质增效，红石榴计划持续推进布局二次增长曲线，当前股价对应 26E 股息率 5%+。我们预期 26-28 年公司实现归母净利润分别为 46.00/51.78/57.61 亿元，给予 26 年 20 倍 PE，对应 19.44 港元/股目标价，较现价有 30.9% 的涨幅空间，维持“买入”评级。

表 1：行业估值比较（截至 20260408）

代码	简称	货币	股价	市值 (原始币种, 亿)	PE				PB			
					2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
9987.HK	百胜中国	HKD	391.00	1,373	19.0	17.3	15.9	14.5	3.3	3.0	2.7	2.4
1405.HK	达势股份	HKD	51.00	67	42.7	31.1	20.9	15.3	2.5	2.1	1.9	1.7
0999.HK	小菜园	HKD	6.88	81	10.2	10.5	8.8	7.8	3.0	2.5	2.2	2.0
6831.HK	绿茶集团	HKD	8.87	60	11.1	8.1	6.3	5.1	3.1	2.4	1.9	1.4
9922.HK	九毛九	HKD	1.81	25	39.1	11.6	8.1	6.6	0.7	0.6	0.6	0.6
平均					24.4	15.7	12.0	9.9	2.5	2.1	1.9	1.9
6862.HK	海底捞	HKD	14.85	828	17.4	15.3	13.6	12.2	7.0	6.7	6.4	6.1

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】

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	7,475	6,602	8,440	9,971	11,518
应收帐款	1,792	1,783	1,932	2,095	2,259
存货	1,061	1,077	1,162	1,266	1,375
其他流动资产	2,697	2,965	3,243	3,517	3,793
流动资产	13,024	12,427	14,776	16,848	18,946
固定资产净值	3,320	3,511	2,233	1,132	296
无形资产	52	49	37	28	22
使用权资产	3,019	2,868	2,600	2,600	2,600
商誉	85	85	85	85	85
其他长期资产	3,282	3,150	3,000	3,000	3,000
总资产	22,781	22,090	22,731	23,693	24,949
应付账款	4,043	4,208	4,541	4,948	5,375
应付关联方款项	373	355	385	420	456
借款	98	399	377	377	377
应付税项	620	395	443	443	443
租赁负债	889	857	879	879	879
其他	1,081	3,110	3,276	3,570	3,878
流动负债	7,104	9,324	9,901	10,638	11,409
租赁负债	3,109	2,650	2,250	1,950	1,850
长期债券	2,028	-	-	-	-
递延所得税负债	106	94	90	90	90
其他	17	17	17	17	17
总负债	12,364	12,085	12,258	12,694	13,366
非控股权益	17	9	17	25	33
股东权益	10,400	9,996	10,456	10,974	11,550
总权益	10,417	10,005	10,473	10,999	11,583
负债及权益合计	22,781	22,090	22,731	23,693	24,949

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
除税前溢利	6,624	5,812	6,631	7,462	8,301
所得税	(1,924)	(1,770)	(2,022)	(2,276)	(2,532)
折旧	2,535	2,165	2,078	2,019	1,880
摊销	24	17	12	9	6
运营资金的变动	692	1,675	66	195	222
其他	(317)	271	413	-	-
经营活动产生现金流量	7,634	8,170	7,177	7,408	7,877
资本开支	(660)	(680)	(799)	(918)	(1,044)
其他	569	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	(91)	(680)	(799)	(918)	(1,044)
新增负债	97	-	400	300	200
偿还负债	(1,605)	-	(800)	(600)	(300)
分红	(6,071)	(3,597)	(4,140)	(4,660)	(5,185)
其他	(50)	-	-	-	-
融资活动产生现金流量	(7,630)	(3,597)	(4,540)	(4,960)	(5,285)
现金净变动	(87)	3,893	1,838	1,531	1,548
现金的期初余额	6,476	7,475	6,602	8,440	9,971
汇率变动影响	18	-	-	-	-
现金的期末余额	6,407	11,367	8,440	9,971	11,518

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	42,755	43,225	47,003	50,973	54,974
营业成本 (剔除折旧)	16,211	17,526	19,271	21,001	22,814
毛利	26,544	25,699	27,732	29,972	32,160
销售及行政管理费 (剔除摊)	16,262	16,266	17,626	19,115	20,615
其他经营开支	1,228	1,690	1,700	1,700	1,700
息税前利润	9,053	7,743	8,406	9,157	9,844
折旧	2,535	2,165	2,078	2,019	1,880
摊销	24	17	12	9	6
息税前利润	6,495	5,561	6,316	7,130	7,958
利息成本	275	238	185	168	158
其他成本	(404)	(489)	(500)	(500)	(500)
除税前溢利	6,624	5,812	6,631	7,462	8,301
所得税	1,924	1,770	2,022	2,276	2,532
非控股权益	8	8	8	8	8
归母净利润	4,708	4,050	4,600	5,178	5,761

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长性 (%)					
营业收入增长率	3.1%	1.1%	8.7%	8.4%	7.8%
净利润增长率	4.6%	-14.0%	13.6%	12.6%	11.3%
盈利能力 (%)					
毛利率	56.2%	54.4%	54.6%	54.8%	55.1%
净利率	11.0%	9.4%	9.8%	10.2%	10.5%
ROE	42.9%	39.7%	44.9%	48.2%	51.0%
ROA	19.8%	18.1%	20.5%	22.3%	23.7%

资产负债率	54.3%	54.7%	53.9%	53.6%	53.6%
流动比率	1.83	1.33	1.49	1.58	1.66
速动比率	1.68	1.22	1.38	1.46	1.54
营运能力 (次)					
存货周转率	15.18	16.40	17.22	17.30	17.28
流动资产周转率	3.06	3.40	3.46	3.22	3.07
总资产周转率	1.80	1.93	2.10	2.20	2.26
每股资料 (元)					
每股收益	0.87	0.75	0.85	0.96	1.07
每股净资产	1.92	1.85	1.94	2.03	2.14
估值比率 (倍)					
PE	14.96	17.35	15.28	13.57	12.20
PB	6.76	7.02	6.71	6.39	6.07

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>