

买入

经营基本面平稳，分红比例提高

海底捞 (6862.HK)

2026-09-02 星期三

【投资要点】

➤ 营收保持增长，海底捞餐厅收入有所下滑

2026 年上半年，公司收入/归母净利润分别为 223.37/17.67 亿元，同比分别 +7.89%/+0.47%。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 178.37/20.51/12.71/9.02/2.54 亿元，分别同比 -4.0%/+121.2%/+113.1%/94.6%/179.9%，海底捞餐厅收入受餐厅数量减少而有所下滑。

➤ 主品牌海底捞翻台率同比改善，客单价小幅下滑

截至 2026 年上半年，公司海底捞餐厅总数量为 1389 家，海底捞（自营）/海底捞（加盟）门店数量分别为 1290/99 家，相较 25 年底分别净-32/+20 家。公司海底捞门店延续审慎开店原则，新开自营门店 24 家，新增加盟门店 14 家，完成 6 家自营门店转加盟的结构调整，因设备老化搬迁、门店经营表现不及预期或其他商业原因，上半年合计关闭 32 家门店。2026 年上半年公司翻台率为 3.9 次，同比+0.1 次，客单价 97.0 元，同比-0.9%，同店销售额同比-1.3%。

➤ 红石榴计划从规模扩张转向效益提升

截至 2026 年上半年，红石榴计划共有 21 个品牌 183 家门店，较 25 年底净-24 家。创业品牌仍处于初创和探索期，上半年收入达 8.1 亿元，同比 +130.0%。红石榴计划目前的战略调整主要是对部分未得到市场验证的门店和品牌进行了调整与复盘，不过由于上半年新店较多处于爬坡期，亏损较去年同期有所加大。

➤ 维持“买入”评级，目标价 15.71 港元/股

公司主品牌海底捞门店持续提质增效，红石榴计划布局二次增长曲线，上半年上调分红比例至 100%，当前股价对应 26E 股息率 6%+。我们预期 26-28 年公司实现归母净利润分别为 40.78/45.05/49.59 亿元，给予 26 年 18 倍 PE，对应 15.71 港元/股目标价，较现价有 36.4%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%	53.1%	53.0%	53.0%
归母净利润	4,708	4,050	4,078	4,505	4,959
同比增长	4.6%	-14.0%	0.7%	10.5%	10.1%
净利率	11.0%	9.4%	8.7%	8.8%	9.0%
每股盈利	0.87	0.75	0.76	0.83	0.92
PE@11.52HKD	11.5	13.3	13.2	11.9	10.9

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

目标价：**15.71 港元**

现价：**11.52 港元**

预计升幅：**36.4%**

重要数据

日期	2026-09-01
收盘价（港元）	11.52
总股本（亿股）	55.74
总市值（亿港元）	642.13
净资产（亿元）	97.73
总资产（亿元）	211.47
52 周高低（港元）	10.58/17.86
每股净资产（元）	1.752

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

张勇 37.56%

相关报告

海底捞(6862.HK)更新报告-20251216

海底捞(6862.HK)更新报告-20260408

研究部

姓名：李芳芳

SFC: BJO038

电话：0755-82846267

Email:liff@gyzq.com.hk

【报告正文】

➤ 营收保持增长，海底捞餐厅收入有所下滑

2026 年上半年，公司收入/归母净利润分别为 223.37/17.67 亿元，同比分别 +7.89%/+0.47%。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 178.37/20.51/12.71/9.02/2.54 亿元，分别同比 -4.0%/+121.2%/+113.1%/94.6%/179.9%，海底捞餐厅收入受餐厅数量减少而有所下滑。

成本端，26H1 公司原材料成本/员工成本占比收入分别为 39.8%/33.8%，同比 +1.8 pct/-2.0 pct，租金成本占比收入为 1.0%，维持稳定。原材料成本占比提升，主要为低毛利业务的收入贡献占比上升，以及多项用于提升顾客体验的消费者让利活动的影响。员工成本下降主要为公司收入结构的变化。

➤ 主品牌海底捞翻台率同比改善，客单价小幅下滑

截至 2026 年上半年，公司海底捞餐厅总数量为 1389 家，海底捞（自营）/海底捞（加盟）门店数量分别为 1290/99 家，相较 25 年底分别净-32/+20 家。公司海底捞门店延续审慎开店原则，新开自营门店 24 家，新增加盟门店 14 家，完成 6 家自营门店转加盟的结构调整，因设备老化搬迁、门店经营表现不及预期或其他商业原因，上半年合计关闭 32 家门店。2026 年上半年公司翻台率为 3.9 次，同比+0.1 次，客单价 97.0 元，同比-0.9%，同店销售额同比-1.3%。

展望 26 年下半年，公司将继续推动主品牌门店网络升级，对老旧及租约临期门店有计划实施升级、搬迁与换新，预计 2026 年全年门店维持中单位数比例增速。目前 7-8 月海底捞翻台率保持良好趋势，整体海底捞门店翻台率环比上升，同比亦略有上升。

图 1：公司门店数

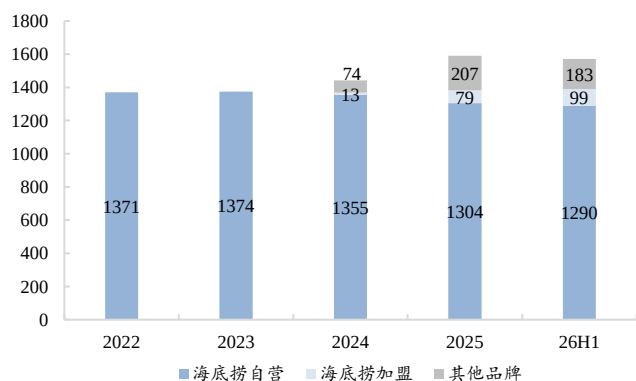
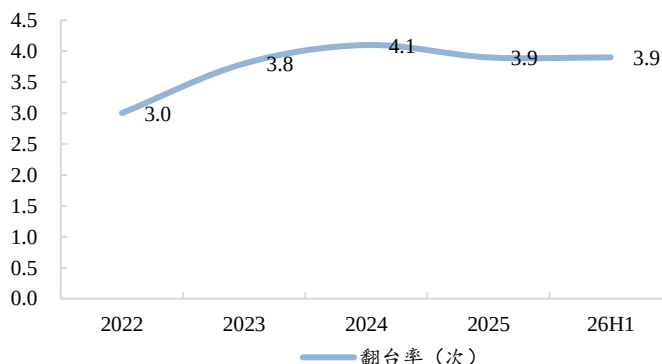


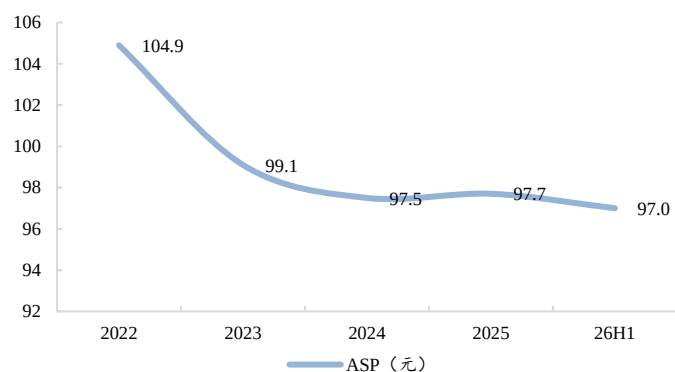
图 2：公司翻台率表现



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

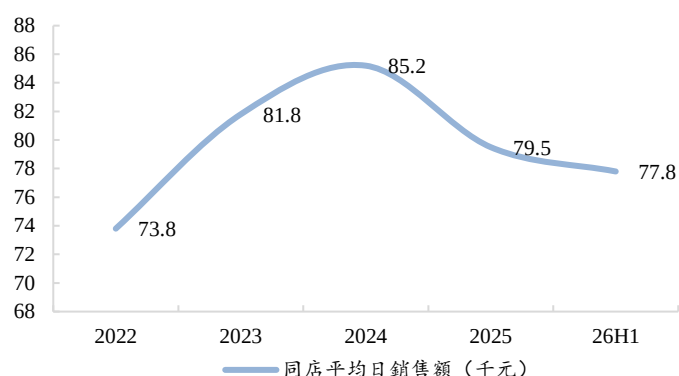
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

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

➤ 红石榴计划从规模扩张转向效益提升

截至 2026 年上半年，红石榴计划共有 21 个品牌 183 家门店，较 25 年底净-24 家。创业品牌仍处于初创和探索期，上半年收入达 8.1 亿元，同比+130.0%。红石榴计划目前的战略调整主要是对部分未得到市场验证的门店和品牌进行了调整与复盘，不过由于上半年新店较多处于爬坡期，亏损较去年同期有所加大。

目前红石榴计划已有两个极致质价比代表项目，关注后续拓展节奏及经营表现。1) 大排档火锅：截至 7 月底营业 12 家，单店模型初步验证完毕，表现符合预期。预计年底达中双位数规模，明年争取高双位数至三位数规模。2) 寿司：在营 3 家（杭州 1 家、武汉 2 家），模型完成前期验证，处于能力建设和复制准备阶段，争取 2027 年底达双位数门店规模。

➤ 维持“买入”评级，目标价 15.71 港元/股

公司主品牌海底捞门店持续提质增效，红石榴计划布局二次增长曲线，上半年上调分红比例至 100%，当前股价对应 26E 股息率 6%+。我们预期 26-28 年公司实现归母净利润分别为 40.78/45.05/49.59 亿元，给予 26 年 18 倍 PE，对应 15.71 港元/股目标价，较现价有 36.4%的涨幅空间，维持“买入”评级。

表 1：行业估值比较（截至 20260901）

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	349.80	1,196	16.5	14.8	13.5	12.5	2.8	2.7	2.4	2.2
1405.HK	达势股份	HKD	32.18	42	27.0	20.4	14.2	10.6	1.5	1.3	1.2	1.1
0999.HK	小菜园	HKD	7.61	89	11.3	13.0	10.9	9.4	3.2	2.9	2.5	2.2
6831.HK	绿茶集团	HKD	5.20	35	6.5	4.9	3.9	3.2	1.9	1.4	1.1	0.8
9922.HK	九毛九	HKD	1.16	15	24.0	7.6	4.8	4.0	0.4	0.4	0.4	0.4
平均					17.1	12.1	9.5	7.9	2.0	1.7	1.5	1.6
6862.HK	海底捞	HKD	11.52	642	13.3	13.2	11.9	10.9	5.4	5.4	5.4	5.4

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						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E	会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	7,475	6,602	8,254	9,344	10,402	营业收入	42,755	43,225	47,003	50,973	54,974
应收账款	1,792	1,783	1,932	2,095	2,259	营业成本 (剔除折旧)	16,211	17,526	19,976	21,918	23,968
存货	1,061	1,077	1,204	1,321	1,445	毛利	26,544	25,699	27,027	29,055	31,005
其他流动资产	2,697	2,965	3,243	3,517	3,793	销售及行政管理费 (剔除折旧)	16,262	16,266	17,673	19,166	20,615
流动资产	13,024	12,427	14,633	16,277	17,899	其他经营开支	1,228	1,690	1,700	1,700	1,700
固定资产净值	3,320	3,511	2,233	1,132	296	税金折旧及摊销前利润	9,053	7,743	7,654	8,189	8,690
无形资产	52	49	37	28	22	折旧	2,535	2,165	2,078	2,019	1,880
使用权资产	3,019	2,868	2,600	2,600	2,600	摊销	24	17	12	9	6
商誉	85	85	85	85	85	息税前利润	6,495	5,561	5,564	6,161	6,804
其他长期资产	3,282	3,150	3,000	3,000	3,000	利息成本	275	238	185	168	158
总资产	22,781	22,090	22,588	23,122	23,903	其他成本	(404)	(489)	(500)	(500)	(500)
应付账款	4,043	4,208	4,707	5,164	5,647	除税前溢利	6,624	5,812	5,879	6,493	7,146
应付关联方款项	373	355	400	438	479	所得税	1,924	1,770	1,793	1,981	2,180
借款	98	399	377	377	377	非控股权益	8	8	8	8	8
应付税项	620	395	459	459	459	归母净利润	4,708	4,050	4,078	4,505	4,959
租赁负债	889	857	879	879	879						
其他	1,081	3,110	3,396	3,726	4,075						
流动负债	7,104	9,324	10,218	11,044	11,917						
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	12,575	13,101	13,874						
非控股权益	17	9	17	25	33						
股东权益	10,400	9,996	9,996	9,996	9,996						
总权益	10,417	10,005	10,013	10,021	10,029						
负债及权益合计	22,781	22,090	22,588	23,122	23,903						

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
除税前溢利	6,624	5,812	5,879	6,493	7,146
所得税	(1,924)	(1,770)	(1,793)	(1,981)	(2,180)
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	340	272	309
其他	(317)	271	413	-	-
经营活动产生现金流量	7,634	8,170	6,928	6,813	7,161
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)	(4,078)	(4,505)	(4,959)
其他	(50)	-	-	-	-
融资活动产生现金流量	(7,630)	(3,597)	(4,478)	(4,805)	(5,059)
现金净变动	(87)	3,893	1,651	1,090	1,058
现金的期初余额	6,476	7,475	6,602	8,254	9,344
汇率变动影响	18	-	-	-	-
现金的期末余额	6,407	11,367	8,254	9,344	10,402

主要财务比率					
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%	0.7%	10.5%	10.1%
盈利能力 (%)					
毛利率	56.2%	54.4%	53.1%	53.0%	53.0%
净利率	11.0%	9.4%	8.7%	8.8%	9.0%
ROE	42.9%	39.7%	40.7%	45.0%	49.5%
ROA	19.8%	18.1%	18.3%	19.7%	21.1%
偿债能力 (%)					
资产负债率	54.3%	54.7%	55.7%	56.7%	58.0%
流动比率	1.83	1.33	1.43	1.47	1.50
速动比率	1.68	1.22	1.31	1.35	1.38
营运能力 (次)					
存货周转率	15.18	16.40	17.52	17.36	17.33
流动资产周转率	3.06	3.40	3.47	3.30	3.22
总资产周转率	1.80	1.93	2.10	2.23	2.34
每股资料 (元)					
每股收益	0.87	0.75	0.76	0.83	0.92
每股净资产	1.92	1.85	1.85	1.85	1.85
估值比率 (倍)					
PE	11.45	13.29	13.20	11.94	10.85
PB	5.18	5.38	5.37	5.37	5.37

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>