

海底捞 (06862.HK) — 2023 年业绩点评

下半年翻台率继续回暖, 2023 年分红比例提升至 90%

买入

核心观点

2023 年实现归母净利润 44.99 亿元, 符合预期。2023 年, 公司实现收入 414.53 亿元/+33.6%; 实现归母净利润 44.99 亿元/+227.3%, 与正面盈利预告基本一致, 归母净利润率 10.9%/+7pct。**2023H2**, 公司实现收入 225.67 亿元/+42.1%; 实现归母净利润 22.41 亿元/+72.2%。

2023 年下半年翻台显著回暖, 同店翻台率达 3.9 次。2023 年, 公司整体翻台率为 3.8 次/+0.8 次, 2023H1 整体翻台率 3.4 次, 下半年翻台率继续回升。同店翻台率方面, 同店翻台率 3.9 次/+0.8 次。

促销力度加大, 客单价边际下行。2023 年整体客单价 99.1 元 (23H1 客单价为 110.3 元), 同比-5.8 元, 主要系优惠套餐增加, 除港澳台地区外, 各线城市餐厅均更加注重就餐性价比。

门店扩张延续谨慎态度。2023 年全年新开 9 家餐厅, 重启了 26 家硬骨头门店, 同时关闭了 32 家餐厅。截至 2023 年底餐厅总数为 1374 家, 其中一线/二线/三级及以下/港澳台地区分别 232/538/581/23 家。**展望 2024 年, 公司预计新增个位数百分比门店。**

各项费用率均显著优化。2023 年, 毛利率为 59.1%/+1pct; 职工薪酬占比 31.5%/-1pct, 系人效提高以及用工结构优化; 租金及折旧摊销占比 8.0%/-4pct, 系收入扩张摊薄及部分资产提前计提。2023H2, 毛利率为 59.0%/-1pct; 职工薪酬占比 32.2%/+1pct, 系门店翻台回升后, 员工薪酬分红提升所致; 物业租金及折旧摊销占比 7.1%/-4pct。

全年分红比例提升至 90%。公司派发末期股息 0.824 港币/股, 分红比例提升至 90% (2018-2022 年分红比例 22%/31%/30%/43%, 2021 年未分红)。

风险提示: 翻台率恢复不及预期、扩张低于预期、客单价下滑、竞争加剧。

投资建议: 在相对中性的同店增长和审慎开店展望下, 我们下调 2024-2025 年归母净利润为 51.7/57.4 亿元 (原预测为 52.7/60.8 亿元), 新增 2026 年预测 63.3 亿元, 对应增速为 15%/11%/10%, 动态 PE 为 13/12/11x, 处于历史洼地。凭借 2023 年出色的经营成绩, 公司再次向市场证明了自身出色的弱市环境下领先的运营调节能力。**虽然外部环境具有不确定性但 2024 年以来持续向好的翻台率也表明了相对 2019 年高基准未来仍有上行空间, 此外, 我们建议审慎乐观跟踪公司加盟模式和高性价比小店模型的探索, 未来或形成超预期的增长点。公司大幅提升分红率带来较高股息率 (对应当前股价 4.8%), 也有助于从另一纬度增强公司投资吸引力。综合各方面比较, 维持公司“买入”评级。**

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	31,039	41,453	47,879	53,265	58,879
(+/-%)	-25%	34%	15.5%	11.2%	10.5%
归母净利润(百万元)	1638	4499	5174	5741	6329
(+/-%)	-139%	-175%	15.0%	10.9%	10.3%
每股收益(元)	0.29	0.81	0.93	1.03	1.14
EBIT Margin	91%	92%	11%	11%	11%
净资产收益率 (ROE)	22%	39%	31%	26%	22%
市盈率 (PE)	42	15	13	12	11
EV/EBITDA	3	2	14	12	11
市净率 (PB)	9	6	4	3	2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

社会服务 · 酒店餐饮

证券分析师: 曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师: 钟潇

0755-82132098

zhongxiaoxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师: 张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	16.86 港元
总市值/流通市值	93978/93978 百万港元
52 周最高价/最低价	23.95/11.94 港元
近 3 个月日均成交额	237.36 百万港元

市场走势



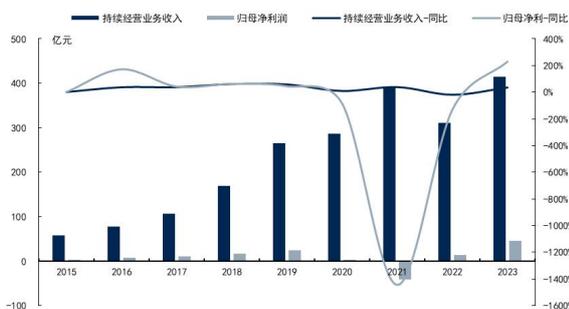
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《海底捞 (06862.HK) - 开放加盟模式, 扩张有望适度提速》——2024-03-06
- 《海底捞 (06862.HK) - 经营延续稳健表现, 关注新业态孵化与开店积极信号》——2024-02-22
- 《海底捞 (06862.HK) - 嗨捞火锅探店报告: 更轻、更快、更高性价比》——2023-10-25
- 《海底捞 (06862.HK) - 修炼内功效率显著提升, 期待开店端的积极信号》——2023-08-31
- 《海底捞 (06862.HK) - 2023H1 业绩预告点评-2023 上半年实现净利润不低于 22 亿元, 精细化管理效果持续显现》——2023-08-02

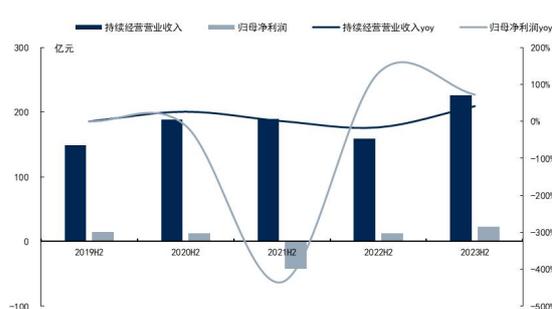
2023 年实现归母净利润 44.99 亿元，与正面盈利预告一致，符合预期。2023 年，公司实现收入 414.53 亿元，同比+33.6%；实现归母净利润 44.99 亿元，同比+227.3%，与正面盈利预告基本一致，归母净利润率 10.9%/+7pct，系 2015 年以来新高。**2023H2**，公司实现收入 225.67 亿元，同比+42.1%；实现归母净利润 22.41 亿元，同比+72.2%。

图1：2015–2023 年海底捞营收、归母净利润及对应增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：2019–2023H2 海底捞营收、归母净利润及对应增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

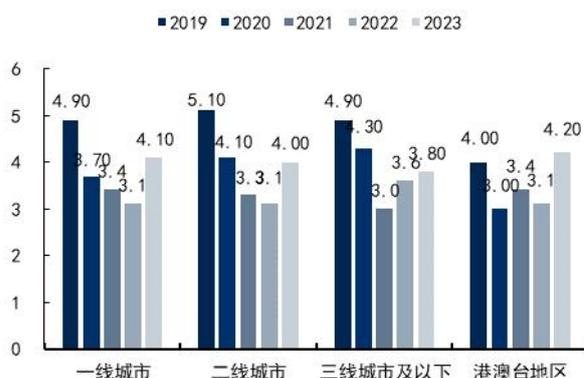
2023H2 翻台显著回暖，同店翻台率达 3.9 次。2023 年，公司整体翻台率为 3.8 次/+0.8 次，其中一线/二线/三级及以下/港澳台地区平均翻台率为 3.8/3.9/3.6/4.2 次，分别同比+0.8/+0.9/+0.7/+0.7 次。公司 2023H1 整体翻台率 3.4 次，23H2 翻台率回升趋势。**同店翻台率方面**，2023 年同店翻台率 3.9 次/+0.8 次，其中一线/二线/三级及以下/港澳台地区平均翻台率为 4.1/4.0/3.8/4.2 次，分别同比+0.9/+0.9/+0.9/+0.7 次。

图3：2019–2023 年海底捞餐厅整体翻台率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：2019–2023 年海底捞餐厅同店翻台率



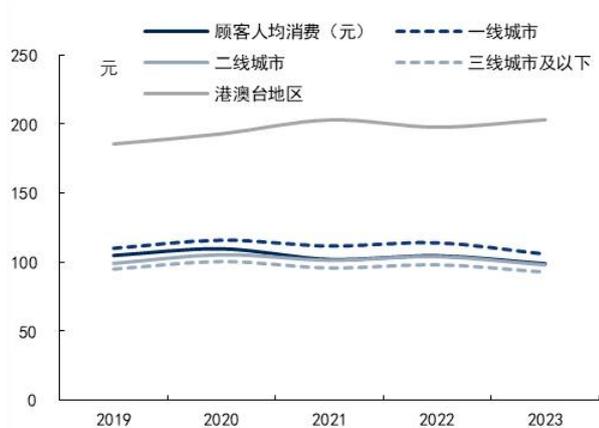
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

优惠套餐促销 23H2 客单价边际下行。2023 年公司整体客单价 99.1 元（23H1 客单价为 110.3 元），同比-5.8 元，主要系优惠套餐增加。其中，一线/二线/三级及以下/港澳台地区平均客单价为 105.7/98.3/92.8/202.8 元，分别同比-9/-6/-5/+5 元，国内各线餐厅均更加注重就餐性价比。

门店扩张延续谨慎态度，全年净增 3 家门店。截至 2023 年底，公司共开设 1374

家餐厅，其中一线/二线/三级及以下/港澳台地区分别开设 232/538/581/23 家。2023 年全年新开 9 家餐厅，重启了 26 家硬骨头门店，同时关闭了 32 家餐厅。

图5: 2019–2023 年海底捞餐厅客单价



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6: 2019–2023 年海底捞餐厅门店数



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

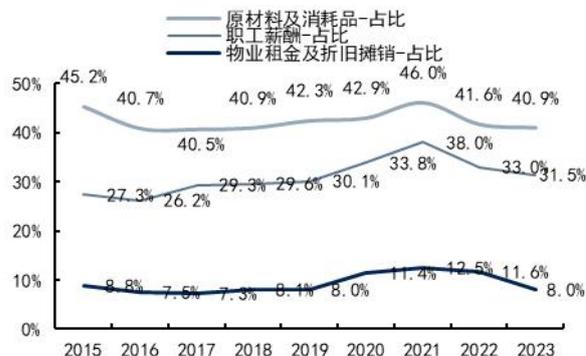
费用控制效果优秀。2023 年，毛利率为 59.1%/同比+1pct；职工薪酬占比 31.5%/-1pct，系人效提高以及用工结构优化。租金及折旧摊销占比 8.0%/-4pct，系收入扩张摊薄及前期已有部分资产减值计提。2023H2，毛利率为 59.0%/-1pct，职工薪酬占比 32.2%/+1pct，物业租金及折旧摊销占比 7.1%/-4pct。

图7: 2015–2023 年海底捞餐厅毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8: 2015–2023 年海底捞餐厅三项成本费率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2023 年分红比例同比提升至 90%。公司董事会将在股东大会上建议派发末期股息每股 0.824 港币（对应今天收盘价股息率为 4.84%），合计约 40.5 亿元人民币，占归母净利润的 90%（18–22 年分红比例 22%/31%/30%/43%，2021 年亏损未分红）。

试水加盟模式，海底捞积极补充商业模式。2024 年 3 月 4 日，海底捞启动特许经营战略，开放加盟。据悉，公司此举意在引入外界力量、补充商业模式、获取资本资源及快速对当地市场加深了解。管理方面，海底捞将采取类托管的强管理模式，加盟店门店运营、绩效考核、人事招聘、会员管理、供应链等日常运营工作将交由海底捞负责，加盟对象亦仅限于机构投资者及有经营经验的企业。目前，

海底捞还未对加盟事业设定具体目标，从战略聚焦角度，公司未来仍将以直营为主，加盟店占比短期仍相对较少。

投资建议：在相对中性的同店增长和审慎开店展望下，我们下调 2024-2025 年归母净利润为 51.7/57.4 亿元（原预测为 52.7/60.8 亿元），新增 2026 年预测为 63.3 亿元，对应增速为 15%/11%/10%，动态 PE 为 13/12/11x，处于历史洼地。凭借 2023 年出色的经营成绩，公司再次向市场证明了自身出色的弱市环境下领先的运营调节能力。虽然外部环境具有不确定性但 2024 年以来持续向好的翻台率表现也表明了相对 2019 年高基准未来仍有上行空间，此外，我们建议审慎乐观跟踪公司加盟模式和高性价比小店模型的探索，未来或形成超预期的增长点。此外，公司大幅提升分红率带来的较高股息率（对应当前股价 4.8%），也有助于从另一纬度增强公司投资吸引力。综合各方面比较，维持公司“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值		EPS (元)					PE				ROE (22A)	PEG (23E)	投资 评级
			亿元	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E					
9922.HK	九毛九	4.73	67.95	0.03	0.41	0.63	0.82	157.67	11.54	7.51	5.77	1.55	0.01	买入		
6862.HK	海底捞	13.84	771.44	0.28	0.91	1.06	1.21	49.43	15.21	13.06	11.44	18.47	0.07	增持		
9869.HK	海伦司	3.21	40.67	-1.46	0.24	0.32	0.42	-2.20	13.38	10.03	7.64	-87.84	0.10	买入		
9987.HK	百胜中国-S	324.00	1,297.44	8.13	15.41	17.47	19.39	39.85	21.03	18.55	16.71	6.82	0.24	增持		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6301	9330	12945	15911	18769	营业收入	31039	41453	47879	53265	58879
应收款项	2300	2413	3935	4378	4839	营业成本	0	0	19391	21546	23787
存货净额	1142	1075	292	324	357	营业税金及附加	0	0	2394	2663	2944
其他流动资产	2	16	0	0	0	销售费用	1644	1425	6248	6951	7713
流动资产合计	10507	14907	19246	23101	26951	管理费用	1277	1855	14599	16140	17751
固定资产	5645	3921	5461	8939	12455	财务费用	(14)	36	62	32	17
无形资产及其他	4055	3411	2658	2305	2453	投资收益	0	0	(7)	0	0
投资性房地产	815	1024	1024	1024	1024	资产减值及公允价值变动	0	0	0	20	0
长期股权投资	418	1414	1414	1464	1514	其他收入	(26639)	(32880)	1715	1694	1765
资产总计	21439	24677	29803	36833	44396	营业利润	1492	5257	6893	7648	8432
短期借款及交易性金融负债	2406	680	0	0	0	营业外净收支	626	576	0	0	0
应付款项	1788	2444	0	65	143	利润总额	2118	5833	6893	7648	8432
其他流动负债	3039	4117	6198	6427	6586	所得税费用	480	1338	1723	1912	2108
流动负债合计	7232	7242	6198	6491	6728	少数股东损益	(1)	(4)	(4)	(5)	(5)
长期借款及应付债券	2278	2076	2076	2076	2076	归属于母公司净利润	1638	4499	5174	5741	6329
其他长期负债	4473	3842	4842	5843	6845	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	6751	5918	6918	7919	8921	净利润	1638	4499	5174	5741	6329
负债合计	13983	13160	13116	14411	15650	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	13	(10)	(14)	(19)	(24)	折旧摊销	346	492	1313	1395	1536
股东权益	7443	11527	16701	22441	28771	公允价值变动损失	0	0	0	(20)	0
负债和股东权益总计	21439	24677	29803	36833	44396	财务费用	(14)	36	62	32	17
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(1501)	837	(87)	820	745
每股收益	0.29	0.81	0.93	1.03	1.14	其它	(1)	(4)	(4)	(5)	(5)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	482	5824	6395	7931	8605
每股净资产	1.34	2.07	3.00	4.03	5.16	资本开支	0	1689	(2100)	(4500)	(5200)
ROIC	163%	242%	58%	124%	83%	其它投资现金流	(7)	(1312)	0	(415)	(498)
ROE	22%	39%	31%	26%	22%	投资活动现金流	(58)	(619)	(2100)	(4965)	(5748)
毛利率	100%	100%	60%	60%	60%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	91%	92%	11%	11%	11%	负债净变化	(1779)	(202)	0	0	0
EBITDA Margin	92%	93%	14%	14%	14%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	-25%	34%	16%	11%	11%	其它融资现金流	3667	(1771)	(680)	0	0
净利润增长率	-139%	-175%	15%	11%	10%	融资活动现金流	110	(2176)	(680)	0	0
资产负债率	65%	53%	44%	39%	35%	现金净变动	534	3029	3615	2966	2858
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	5767	6301	9330	12945	15911
P/E	42.2	15.4	13.3	12.0	10.9	货币资金的期末余额	6301	9330	12945	15911	18769
P/B	9.3	6.0	4.1	3.1	2.4	企业自由现金流	0	32437	3061	2189	2094
EV/EBITDA	3	2	14	12	11	权益自由现金流	0	30436	2334	2165	2081

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032