

海底捞 (06862.HK)

核心经营利润率维持稳定, “红石榴”计划加码新品牌孵化

优于大市

核心观点

2024H1 核心经营利润 27.99 亿元, 同增 13.0%。2024H1, 公司实现营收 214.91 亿元/+13.8%; 归母净利润 22.58 亿元/-9.7%, 主要系汇兑损益变动和增值税优惠政策取消 (2024H1 净汇兑亏损 0.26 亿元, 2023H1 收益 1.93 亿元; 2024H1 取消, 2023H1 税项加计扣除 1.59 亿元而 2024 年取消)。若剔除相关事项影响, 实现核心经营利润 27.99 亿元/+13.0%, 符合我们预期。

翻台改善明显、客单适应消费环境走低, 下半年开店有望提速。2024H1, 公司整体翻台率 4.2 次, 同比+0.9 次, 其中一、二、三线及以下、港澳台城市翻台率分别为 4.0/4.3/4.1/4.2 次, 分别同比+0.6/0.8/0.9/0.1 次, 低线城市翻台恢复更为强劲。公司客单价下滑 97.4 元/-5%, 系适应消费环境推出更高性价比产品。截至期末, 公司共 1343 家门店/-39 家, 系调整存量门店, 新开 11 家仍较谨慎。考虑到新开门店成功率较高 (新开店翻台率 4.6 次>存量门店 4.2 次), 下半年公司拓店速度有望边际加快, 我们仍维持全年门店净增低个数占比预测。

核心经营利润率保持稳定, 毛利率创上市以来新高。2024H1, 公司归母净利润率 9.48%/-2.47pct, 核心经营利润率 13.0%, 同比持平持平。原材料、人工及租金成本费率合计 79.8%/-0.5%, 管控效果良好, 其中原材料成本占比 39.0%/-1.7pct, 毛利率 61.0%创上市以来新高, 系供应链成本管控及产品组合优化综合带动; 人工占比 33.3%/+2.7pct, 主要系翻台率提升需要更多人员储备及人员激励有所提升; 物业租金及折旧摊销占 7.5%/-1.5pct, 系折旧摊销绝对值下滑。

“红石榴”加码新品牌孵化, 派发中期现金股息。公司报告中提出“红石榴计划”, 旨在鼓励孵化新品牌, 创业项目包括焰请烤肉铺子、小嗨火锅、“小嗨爱炸”炸鸡等, 新品牌孵化成为公司战略新重心。为匹配战略新重心公司近期调升苟轶群 (原担任蜀海董事长) 为 CEO, 引入霸王茶姬创始人张俊杰担任独立非执行董事。公司宣告将派发半年度现金股息, 分红比例提升至 95% (2023 年约 93%)。若全年分红比例稳定, 现价股息率达 7%。

风险提示: 翻台率恢复不及预期、客单价下滑、新品牌孵化失败

投资建议: 考虑到 2024 年汇兑收益及增值税优惠取消影响, 我们下调

2024-2026 年归母净利润至 46.2/51.2/56.2 亿元 (调整方向 -9%/-11%/-11%), 对应增速为 3%/11%/10%, 动态 PE 为 14/13/12x。2024 年以来公司经营效能维持较高水准, 展望未来门店经营能动性激发后翻台率仍有上行潜力, 此外, 我们建议审慎乐观跟踪公司加盟模式、新店模型尝试以及副牌的积极探索, 未来其中某一环均不排除形成超预期的增长点。2024 年中期公司派发现金股息也有助于增强公司投资吸引力, 维持公司中线“优于大市”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	46,428	51,651	57,095
(+/-%)	-25%	34%	12.0%	11.2%	10.5%
归母净利润 (百万元)	1638	4499	4620	5118	5617
(+/-%)	-139%	-175%	2.7%	10.8%	9.8%
每股收益 (元)	0.29	0.81	0.83	0.92	1.01
EBIT Margin	91%	92%	10%	10%	10%
净资产收益率 (ROE)	22%	39%	29%	24%	21%
市盈率 (PE)	41	15	14	13	12
EV/EBITDA	3	2	15	13	12
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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究 · 海外公司财报点评

社会服务 · 酒店餐饮

证券分析师: 曾光 0755-82150809
zengguang@guosen.com.cn
S0980511040003

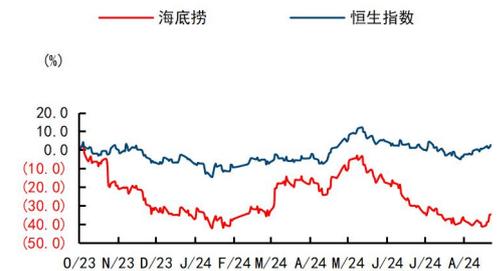
证券分析师: 钟潇 0755-82132098
zhongxiaoxiao@guosen.com.cn
S0980513100003

证券分析师: 张鲁
010-88005377
zhanglu5@guosen.com.cn
S0980521120002

基础数据

投资评级	优于大市 (维持)
合理估值	
收盘价	13.12 港元
总市值/流通市值	73131/73131 百万港元
52 周最高价/最低价	21.21/11.38 港元
近 3 个月日均成交额	190.81 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) - 经营呈现逆势高景气度, 期待运营端的积极变化》——2024-05-16
- 《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%》——2024-03-28
- 《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

2024H1 核心经营利润 (Non-GAAP) 27.99 亿元，收入与核心经营利润均创历史新高，符合预期。2024H1，公司实现营收 214.91 亿元，同比增长 13.8%；归母净利润 22.58 亿元，同比减少 9.7%，主要系净汇兑损益变动和增值税加计抵减优惠政策取消的影响，其中 2024H1 汇兑变动造成净汇兑亏损 0.26 亿元，而 2023H1 净汇兑收益 1.93 亿元；2024H1 税项加计扣除取消，而 2023H1 税项加计扣除 1.59 亿元。若剔除汇兑损益及税项加计扣除等事项影响，公司 2024H1 实现核心经营利润 27.99 亿元，同比增长 13.0%。

分业务看，2024H1，海底捞餐厅经营收入 204.14 亿元/+13.8%，占比 95.0%/基本持平，主要系翻台改善；其他餐厅（焰请烤肉铺子等品牌）经营收入 1.82 亿元/+74.4%，占比 0.9%/+0.3pct，其他餐厅品牌矩阵扩大；外卖业务收入 5.81 亿元/+23.3%，占比 2.7%/+0.2pct，主要系 2023 年下半年起公司提供一人食精品快餐贡献；调味品及食材销售收入 2.99 亿元/-19.2%，占比 1.39%/-0.6pct；其他收入 0.14 亿元/+230.1%。**分城市看**，一、二、三线及以下、港澳台城市收入占比分别为 17.6%/39.1%/39.9%/3.4%，同比分别-0.7%/-0.8%/+1.7%/-0.3%。

图1：2018-2024H1 公司营收、归母净利润及核心经营利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：2018-2024H1 公司收入构成（按业务分部划分）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

门店数量略有下滑，但新开门店成功率高，预计下半年拓店速度边际加快。截至 2024 年 6 月 30 日，公司餐厅数 1343 家，同比减少 39 家，其中一、二、三线及以下、港澳台城市门店数量分别为 226/530/564/23 家，分别同比-7/-12/-21/+1 家。门店数量略有下滑，主要系公司调整部分存量门店，新开门店相对谨慎。但另一方面，公司期间新开门店成功率较高，2024H1 新开门店翻台率 4.6，存量门店翻台为 4.2，系新开门店翻台率首次超越存量门店。高成功率下预计下半年公司拓店速度将边际加快，尽管 2024 上半年门店数量略有下滑，但我们仍维持全年门店净增低个位数占比的预期。上半年加盟事业预计仍以与加盟商沟通、协商为主，加盟店数量相对有限。

客单价同比下滑，系公司主动适应当下消费环境做出调整。2024H1，公司整体客单价下滑 5.5 元至 97.4 元，主要系受消费环境变动影响，公司发放优惠券让利顾客以提振翻台。其中一、二、三线及以下、港澳台城市客单价分别为 104.1/96.8/91.4/197.7 元，分别同比-6.2/-5.0/-4.7/-7.8 元。

翻台率改善明显。2024H1 公司整体平均翻台率 4.2，同比增加 0.9；翻台率明显改善，我们预计一方面系公司促销活动中，高性价比有效吸引客户，另一方面系“四色卡”精细管理下，门店积极引流。一、二、三线及以下、港澳台城市翻台率分别为 4.0/4.3/4.1/4.2，分别同比增加 0.6/0.8/0.9/0.1，低线城市翻台率恢复更为强劲。

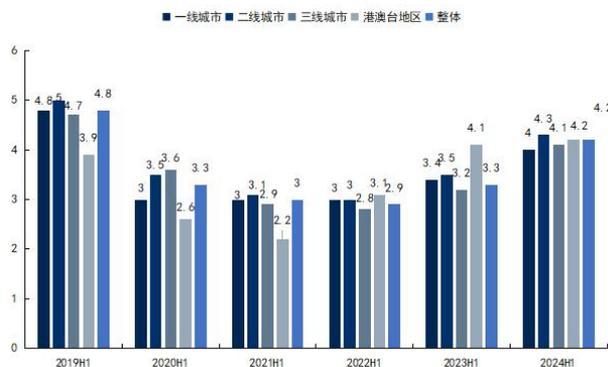
从同店数据看，2024 上半年同店销售增长 15.3%，其中一、二、三线及以下、港澳台城市分别增长 11.3%/13.9%/19.9%/1.7%。

图3：2018-2024H1 期末公司门店数量结构



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：2018-2024H1 公司各线城市翻台率变动情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力保持较优水平，毛利率再次刷新历史新高。2024 上半年，公司归母净利润率 9.48%/-2.47pct，核心经营利润率 13.02%，与 2023 上半年基本持平。原材料成本占比 39.0%/-1.7pct，继续刷新上市以来毛利率新高数据，主要受益于原材料价格下行、稳定的供应链及门店精细化管理减少耗损；后续通过规模化采购及产品组合优化，毛利率仍有望保持在较高水平。人工占比 33.3%/+2.7pct，主要系翻台率提升需要更多人员储备，以及人员激励有所提升；物业租金及折旧摊销占比 7.5%/-1.5pct，系部门分店物业、厂房及设备折旧摊销已提足，租金则保持相对稳定。

图5：2018-2024H1 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：2018-2024H1 公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

“红石榴计划”发布，公司继续加码新品牌孵化。公司报告中提出“红石榴计划”，旨在鼓励孵化新品牌。集团 2024 年上半年在营创业项目有五个，包括焰请烤肉铺子、小嗨火锅（原嗨捞火锅）等。公司亦于 8 月 20 日新开“小嗨爱炸”炸鸡品牌，客单价定位 40-50 元。公司持续探索孵化新曲线，未来公司在烤肉、平价火锅（小嗨）等领域的发力，可能是阶段的战略新重心。此外，公司近期亦进行部分人员调整，调升苟轶群（原担任蜀海董事长）为 CEO，引入霸王茶姬创始人张俊杰担任独立非执行董事，多元化背景或更有利于新曲线孵化。

中期现金分红比例提升至 95%。公司宣告将派发年半年度现金股息港币 0.391 元，支付股息总金额约人民币 19.39 亿，分红比例提升至 95%（2023 年全年分红比例约为 93%），假设全年分红比例稳定，现价股息率约 7%（2023 年全年股息率约 6%）。主品牌海底捞餐厅运营已进入相对成熟阶段，且引入加盟机制，公司现金流预计较为健康，分红比例保持较高水平。

投资建议：考虑到 2024 年汇兑收益及增值税优惠取消影响，我们下调 2024-2026 年归母净利润至 46.2/51.2/56.2 亿元（调整方向-9%/-11%/-11%），对应增速为 3%/11%/10%，动态 PE 为 14/13/12x。2024 年以来公司经营效能维持较高水准，展望未来门店经营能动性激发后翻台率仍有上行潜力，此外，我们建议审慎乐观跟踪公司加盟模式、新店模型尝试以及副牌的积极探索，未来其中某一环均不排除形成超预期的增长点。2024 年中期公司派发现金股息也有助于增强公司投资吸引力，维持公司中线“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 亿元	EPS (元)				PE				ROE (23A)	PEG (24E)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
9987.HK	百胜中国-S	239.83	918.00	15.12	15.76	17.12	18.69	15.86	15.21	14.01	12.83	12.10	2.61	优于大市
9922.HK	九毛九	2.21	31.00	0.32	0.43	0.53	0.65	6.91	5.14	4.17	3.40	13.60	0.35	优于大市
6862.HK	海底捞	11.02	614.00	0.81	0.93	1.03	1.13	13.61	11.85	10.70	9.75	39.00	1.77	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 货币单位均为人民币, 人民币美元汇率取 7.1326, 港币兑人民币汇率取 0.9140

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	6476	9548	11322	12787	营业收入	31039	41453	46428	51651	57095
应收款项	2300	2413	3816	4245	4693	营业成本	0	0	18803	20893	23066
存货净额	1142	1075	283	314	346	营业税金及附加	0	0	2321	2583	2855
其他流动资产	2	16	0	0	0	销售费用	1644	1425	6268	6973	7708
流动资产合计	10507	14907	18575	21794	24922	管理费用	1277	1855	14502	16038	17696
固定资产	5645	3846	5395	8881	12406	财务费用	(14)	36	77	52	44
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	1098	1098	1098	1098	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)	1707	1686	1757
资产总计	21439	24677	29140	35543	42393	营业利润	1492	5257	6155	6819	7483
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	2805	0	63	138	利润总额	2118	5833	6155	6819	7483
其他流动负债	3039	3757	6089	6314	6474	所得税费用	480	1338	1539	1705	1871
流动负债合计	7232	7242	6089	6377	6612	少数股东损益	(1)	(4)	(4)	(4)	(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	4620	5118	5617
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	4620	5118	5617
负债合计	13983	13160	13007	14296	15533	(23) 资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	13	(10)	(14)	(18)	26882	折旧摊销	346	492	1305	1387	1528
股东权益	7443	11527	16147	21265	26882	公允价值变动损失	0	0	0	(20)	0
负债和股东权益总计	21439	24677	29140	35543	42393	财务费用	(14)	36	77	52	44
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(1501)	762	(69)	829	758
每股收益	0.29	0.81	0.83	0.92	1.01	其它	(1)	(4)	(4)	(4)	(5)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	482	5750	5852	7309	7898
每股净资产	1.34	2.07	2.90	3.82	4.82	资本开支	0	1764	(2100)	(4500)	(5200)
ROIC	163%	242%	51%	110%	73%	其它投资现金流	(7)	(4166)	0	(986)	(1183)
ROE	22%	39%	29%	24%	21%	投资活动现金流	(58)	(3399)	(2100)	(5536)	(6433)
毛利率	100%	100%	60%	60%	60%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	91%	92%	10%	10%	10%	负债净变化	(1779)	(202)	0	0	0
EBITDA Margin	92%	93%	13%	13%	13%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	-25%	34%	12%	11%	11%	其它融资现金流	3667	(1771)	(680)	0	0
净利润增长率	-139%	-175%	3%	11%	10%	融资活动现金流	110	(2176)	(680)	0	0
资产负债率	65%	53%	45%	40%	37%	现金净变动	534	175	3072	1774	1466
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	5767	6301	6476	9548	11322
P/E	40.8	14.9	14.5	13.1	11.9	货币资金的期末余额	6301	6476	9548	11322	12787
P/B	9.0	5.8	4.1	3.1	2.5	企业自由现金流	0	32437	2536	1589	1413
EV/EBITDA	3	2	15	13	12	权益自由现金流	0	30436	1798	1550	1381

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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