

2024年9月2日

海底捞 (6862.HK)

公司动态

证券研究报告

食品饮料

核心净利润逆势增长

海底捞 2024 年上半年收入 215 亿/+13.8%，净利润 20.3 亿/-10%，核心净利润 28 亿/+13%，实现逆势增长。截止 6 月底，门店数量 1343 家，上半年净减少 31 家。考虑当下的环境，我们略微下调 24/25/26 年净利润至 46.3/51.2/54.2 亿元，对应每 EPS 收益为 0.91/1.01/1.07 港元。维持“买入”评级，下调目标价至 20.8 港元，较当前股价有 58% 的上涨空间。

报告摘要

上半年门店略有收缩，经营策略谨慎。截止 6 月份门店总是 1343 家，上半年新开 11 家，关闭 42 家，净减少 31 家，主要是公司关闭了部分经营效果不达预期的门店，一线和三线的关店率稍高一些。上半年新增一家加盟店，未来公司也将持续探索加盟业态，采用托管模式以保证海底捞品质的统一输出。

客流显著上升，表现远好于同行。24 年上半年门店整体翻台率为 4.2 次/天，较去年同期提升 27%，经营成果令人惊叹。目前翻台率已经回到 19 年最巅峰时期的 87%，而门店数量较当时增加了 75%。客单价顺应当前趋势，同比下降 5%，同店收入在客流增长的带领下增长 15%。

核心净利润增长，利润率持平。核心净利润（主要剔除汇率、利息和所得税的影响）为 28 亿，同比增长 13%，核心利润率为 13%，与去年同期基本持平。各项费用各有增减，毛利率 61%/+1.7pct，主要是原材料成本下降带来；薪酬占比 33.3%/+2.8pct，主要是应对客流增加人手，以及优化计价工资制度；折旧摊销（扣除使用权资产折旧）占比为 4.5/-1.6pct，主要是上半年约有 200 多家门店折旧完毕，未来这个比例还将持续下降；租金（加回使用权资产折旧及租赁利息）占比为 3.2%/-0.4pct，主要是客流上升带来。此消彼长下，核心利润率与去年持平。

推出红石榴计划，孵化二次增长曲线。公司首席执行官领导的创新创业委员会将在集团层面整合资源，领导和推动新品牌及新业务的孵化与发展。同时综合运用股权激励等措施激发员工活力。以【焰请·烤肉铺子】为代表的子品牌将发力拓店。

持续高分红策略。海底捞中期宣派每股股息 0.391 港元，派息率 94%，我们预期未来股息率在 5% 以上。此外，公司上半年继续减少有息债务 4 亿，存量借款为 23.5 亿，财务状更为稳健。

我们认为海底捞仍是火锅行业中最具价值的品牌之一，在消费环境整体承压的背景下，公司积极应对，交出了一份令人赞叹的答卷。考虑当下的环境，我们略微下调 24/25/26 年净利润至 46.3/51.2/54.2 亿元，对应每 EPS 收益为 0.91/1.01/1.07 港元。维持“买入”评级，下调目标价至 20.8 港元，较当前股价有 58% 的上涨空间。

风险提示：行业竞争加剧，消费意愿不达预期，发生严重的食品安全问题。

人民币百万	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	41,112	31,039	41,453	44,877	46,058	47,960
增长率(%)		-24.50%	33.55%	8.26%	2.63%	4.13%
净利润	-4,161	1,639	4,495	4,634	5,120	5,417
增长率(%)		-139.39%	174.28%	3.09%	10.48%	5.81%
毛利率(%)	56.27%	58.42%	59.12%	60.97%	60.97%	60.97%
净利润率(%)	-10.12%	5.28%	10.84%	10.33%	11.12%	11.30%
每股收益(港元)	-0.82	0.32	0.89	0.91	1.01	1.07
每股净资产(港元)	1.56	1.47	2.27	2.37	2.51	2.62
市盈率	-16.0	40.6	14.8	14.4	13.0	12.3
市净率	8.4	8.9	5.8	5.5	5.2	5.0
股息率(%)	0.0%	0.5%	4.7%	5.5%	6.1%	6.4%
净资产收益率(%)	-45.81%	21.31%	47.39%	39.42%	41.44%	41.70%

数据来源：iFind 资讯，安信国际预测

投资评级：**买入**
目标价格：**20.8 元**
现价(2024-8-30)：**13.12 港元**

总市值(百万港元)	73,130.88
流通市值(百万港元)	73,130.88
总股本(百万股)	5,574.00
流通股本(百万股)	5,574.00
12个月低/高(港元)	11.4/20.9
平均成交(百万港元)	187.92

股东结构(截止 2023-12-31)

张勇和舒萍	60.4%
施永宏和李海燕	9.5%
其他股东	30.1%
总计	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-0.41	-20.23	-33.41
绝对收益	3.31	-20.73	-35.54

数据来源：iFind、港交所、公司

曹莹 消费行业分析师

Gloriacao@eif.com.hk

1 财务报表预测

图表 1: 盈利预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
门店数量	1,443	1,371	1,374	1,353	1,393	1,453
一线城市	248	234	232	230	237	247
二线城市	522	538	538	583	627	654
三线及以下城市	559	577	581	515	501	523
内地以外城市	114	22	23	25	28	29
新增门店		-72	3	-21	40	60
单店收入 (百万元)	28.9	20.6	28.7	31.3	31.9	32.1
一线城市	30.7	21.4	30.9	33.2	33.8	33.9
二线城市	29.2	21.4	29.0	30.7	31.8	31.9
三线及以下城市	28.2	20.2	26.2	29.7	29.5	29.6
内地以外城市	26.3	15.2	60.9	62.6	64.0	64.0
人民币百万						
主营业务收入	41,112	31,039	41,453	44,877	46,058	47,960
YoY		-24.5%	33.6%	8.3%	2.6%	4.1%
原材料及消耗品	-17,977	-12,906	-16,946	-17,513	-17,974	-18,717
毛利	23,135	18,133	24,507	27,363	28,083	29,243
毛利率	56.3%	58.4%	59.1%	61.0%	61.0%	61.0%
其他收入	479	496	941	934	960	1,000
占收入比例	1.2%	1.6%	2.3%	2.1%	2.1%	2.1%
职工薪酬	-14,875	-10,240	-13,040	-14,943	-15,336	-15,970
占收入比例	-36.2%	-33.0%	-31.5%	-33.3%	-33.3%	-33.3%
租金物业相关费用	-1,866	-1,309	-1,310	-1,328	-1,362	-1,418
占收入比例	-4.5%	-4.2%	-3.2%	-3.0%	-3.0%	-3.0%
其他门店层面费用	-4,878	-3,608	-3,616	-3,515	-3,376	-3,403
占收入比例	-11.9%	-11.6%	-8.7%	-7.8%	-7.3%	-7.1%
其他费用	-2,100	-1,506	-1,815	-2,066	-2,121	-2,209
占收入比例	-5.1%	-4.9%	-4.4%	-4.6%	-4.6%	-4.6%
财务费用	-245	-201	-107	-71	-71	-71
占收入比例	-0.6%	-0.6%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.1%
其他收入/支出	27	353	273	-17	50	50
占收入比例	0.1%	1.1%	0.7%	0.0%	0.1%	0.1%
关停门店损失	-3,654	-	-	-	-	-
占收入比例	-8.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
除税前溢利	-3,976	2,119	5,833	6,357	6,827	7,223
所得税	-185	-480	-1,338	-1,722	-1,707	-1,806
所得税率	-4.7%	22.7%	22.9%	27.1%	25.0%	25.0%
净利润(含少数股东权益)	-4,161	1,639	4,495	4,634	5,120	5,417
净利率	-10.1%	5.3%	10.8%	10.3%	11.1%	11.3%
少数股东损益	2	-1	-4	-	-	-
净利润(不含少数股东权益)	-4,163	1,640	4,499	4,634	5,120	5,417
EPS (港元)	-0.82	0.32	0.89	0.91	1.01	1.07
市盈率 (倍)	-16.0	40.6	14.8	14.4	13.0	12.3

数据来源: iFind 资讯, 安信国际预测

2 估值分析

我们采用可比公司和 DCF 两种方法进行估值。

我们选取了港股、A 股中规模较大的餐饮企业，2025 年预测 PE 的平均值在 20x。考虑到海底捞的品牌影响力，给予 24 年 PE 20x。2025 年预测 EPS 为 1.01 港元，对应股价测算 20.4 港元。

用 DCF 方式估算时，我们给予 WACC 为 9%，我们长期给予 2% 的增速。合理市值为 1193 亿港元，对应股价 21.4 港元。

综合可比公司和 DCF 的估值，我们认为公司目标价为 20.8 港元，较最新收盘价有 58% 的上涨空间。

图表 2: 可比上市公司当前市盈率对比

公司	代码	市值 (亿)	货币	归母净利润 (亿人民币)					P/E				
				2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
九毛九	9922.HK	37	HKD	0.6	5.0	4.9	6.3	7.8	66.2	7.3	7.4	5.8	4.7
yoy				-87%	807%	-1%	29%	23%					
百胜中国	9987.HK	1,010	HKD	34.5	64.6	67.6	74.0	81.6	29.3	15.6	14.9	13.7	12.4
yoy				-55%	88%	5%	9%	10%					
达势股份	1405.HK	89	HKD	-2.5	-0.3	0.2	1.2	2.7			389.0	73.5	32.8
yoy				N/A	N/A	N/A	429%	124%					
奈雪的茶	2150.HK	25	HKD	-5.3	0.1	1.6	2.8	3.9	170.4		15.9	8.9	6.4
yoy				N/A	N/A	971%	79%	39%					
海伦司	9869.HK	23	HKD	-17.9	2.0	2.4	3.1	4.1	11.4		9.4	7.3	5.6
yoy				N/A	N/A	21%	29%	31%					
呷哺呷哺	0520.HK	11	HKD	-4.0	-2.2								
yoy				N/A	N/A								
大家乐集团	0341.HK	47	HKD	0.2	1.1	3.3	3.9	4.6	221.5	42.6	14.2	12.2	10.3
yoy				-94%	420%	199%	17%	18%					
全聚德	002186.SZ	27	CNY	-2.8	0.6	0.7	1.0	1.2	44.4		37.5	25.9	21.7
yoy				N/A	N/A	18%	45%	19%					
广州酒家	603043.SH	84	CNY	5.2	5.5	6.2	7.2	8.1	16.2	15.3	13.6	11.8	10.4
yoy				-7%	6%	13%	16%	14%					
平均估值									83.3	43.9	62.8	19.9	13.0

注：时间截止2024/8/30，预测值为iFind一致预测
资料来源：iFind，安信国际证券研究

图表 3: 可比估值法下目标价的敏感性分析

		2025年EPS				
		0.82	0.91	1.01	1.11	1.22
PE	14.0	11.4	12.7	14.1	15.5	17.1
	17.0	13.9	15.4	17.2	18.9	20.8
	20.0	16.4	18.2	20.2	22.2	24.4
	23.0	18.8	20.9	23.2	25.5	28.1
	26.0	21.3	23.6	26.2	28.9	31.8

数据来源：安信国际

图表 4: 自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

(年结31/12; RMB 000)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033
	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	31,039	41,453	44,877	46,058	47,960	50,008						
增长率%		33.6%	8.3%	2.6%	4.1%	4.3%						
EBIT	2,593	6,185	6,659	7,135	7,541	7,861						
增长率%		138.5%	7.7%	7.1%	5.7%	4.2%						
EBIT率%	8.4%	14.9%	14.8%	15.5%	15.7%	15.7%						
有效税率%	22.7%	22.9%	27.1%	25.0%	25.0%	25.0%						
EBIT x (1-有效税率)	2,006	4,766	4,855	5,351	5,656	5,896						
+ 折旧	2,560	2,242	1,995	1,817	1,779	1,855						
- 租赁利息	-273	-245	-231	-237	-247	-257						
+ 营运资金变动	516	12	-210	40	64	69						
- 资本支出	-736	-854	96	-579	-805	-811						
自由现金流, FCF	4,072	5,921	6,505	6,391	6,446	6,750	6,885	7,023	7,164	7,307	7,453	7,602
增长率%	#REF!	45.4%	9.9%	-1.7%	0.9%	4.7%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
折现年份			-	1	2	3	4	5	6	7	8	9
折现因子			1.0000	0.9174	0.8417	0.7722	0.7084	0.6499	0.5963	0.5470	0.5019	0.4604
FCF现值			6,505	5,864	5,426	5,213	4,878	4,565	4,271	3,997	3,740	3,500
FY2024-30 FCF现值总额					47,958							
永续期价值现值					51,003							
企业价值					98,961							
加: 净现金					9,640							
减: 少数股东权益					-							
DCF估值(HKD 000)					119,342							
假设:												
WACC					9.0%							
短期增长率					2.0%							
永续增长率					2.0%							

数据来源: iFind资讯, 安信国际预测

3 风险提示

行业竞争加剧、消费意愿不及预期、发生严重的食品安全问题。

4 附录：财务报表预测

资产负债表

人民币百万	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6,621	9,330	11,810	13,370	14,614
应收、预付及其他应收	2,298	2,426	2,627	2,696	2,807
存货	1,142	1,075	1,145	1,176	1,224
其他流动资产	446	2,076	2,076	2,076	2,076
流动资产总额	10,507	14,907	17,658	19,318	20,721
物业、厂房及设备	5,645	3,921	1,170	-68	-1,041
使用权资产	3,866	3,461	2,093	2,594	3,684
租金按金	209	196	196	196	196
无形资产	105	74	74	74	74
商誉	85	85	85	85	85
于联营及合营企业投资	263	304	304	304	304
递延税项资产	601	617	617	617	617
其他非流动资产	159	1,113	1,113	1,113	1,113
非流动资产总额	10,933	9,770	5,650	4,914	5,030
总资产	21,440	24,677	23,308	24,232	25,752
贸易应付款项	1,321	1,859	1,643	1,687	1,756
其他应付及合同负债	2,502	3,354	3,631	3,727	3,880
短期有息债务	2,364	636	509	407	326
应付即期税项	100	423	423	423	423
租赁负债	898	933	652	755	979
其他流动负债	47	36	36	36	36
流动负债总额	7,232	7,242	6,895	7,035	7,401
长期有息债务	2,278	2,076	1,661	1,329	1,063
租赁负债-非流动	4,296	3,615	2,527	2,926	3,792
递延收入-非流动负债	-	-	-	-	-
递延税项负债	158	210	210	210	210
其他	19	17	17	17	17
非流动负债总额	6,751	5,918	4,415	4,482	5,082
总负债	13,983	13,160	11,310	11,517	12,483
股本	-	0	0	0	0
储备	7,443	11,526	11,998	12,715	13,269
少数股东权益	-	-	-	-	-
总股东权益	7,456	11,517	11,998	12,715	13,269
现金流量表					
人民币百万	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
息税前利润	2,593	6,185	6,659	7,135	7,541
所得税	-353	-1,338	-1,722	-1,707	-1,806
营运资本变动	516	12	-210	40	64
折旧及摊销	3,808	2,945	2,714	2,554	2,546
其他	-412	-	-	-	-
经营性现金流净额	6,152	7,804	7,440	8,021	8,345
资本开支	-736	-854	96	-579	-805
其他	-21	-	-	-	-
投资性现金流净额	-757	-854	96	-579	-805
新发股份	-	-	-	-	-
支付股息	-650	-586	-4,163	-4,403	-4,864
新增债务	-3,065	-1,930	-542	-434	-347
利息支出	-205	-107	-71	-71	-71
租赁利息	-1,068	-948	-949	-974	-1,014
其他	-	-	-	-	-
筹资性现金流净额	-4,988	-3,571	-5,726	-5,881	-6,296
现金净变动	407	3,379	1,810	1,561	1,244
现金期初余额	5,805	6,621	9,330	11,810	13,370
现金期末余额	6,212	10,000	11,140	13,370	14,614

数据来源：iFind资讯，安信国际预测

利润表

人民币百万	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	31,039	41,453	44,877	46,058	47,960
原材料及消耗品	-12,906	-16,946	-17,513	-17,974	-18,717
其他收入	28,943	39,267	42,628	43,749	45,556
毛利	18,133	24,507	27,363	28,083	29,243
职工薪酬	-10,240	-13,040	-14,943	-15,336	-15,970
租金物业相关费用	-1,309	-1,310	-1,328	-1,362	-1,418
其他门店层面费用	-3,608	-3,616	-3,515	-3,376	-3,403
门店经营利润	2,977	6,541	7,578	8,009	8,453
其他费用	-1,506	-1,815	-2,066	-2,121	-2,209
财务费用	-201	-107	-71	-71	-71
其他收入/支出	353	273	-17	50	50
除税前利润	2,119	5,833	6,357	6,827	7,223
所得税	-480	-1,338	-1,722	-1,707	-1,806
净利润	1,639	4,495	4,634	5,120	5,417
归属母公司净利润	1,640	4,499	4,634	5,120	5,417
EPS (港元)	0.32	0.89	0.91	1.01	1.07
EBITDA	5,153	8,426	8,654	8,952	9,320

主要财务比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
同比增长率:					
营业收入增长率 (%)		33.6%	8.3%	2.6%	4.1%
除税前利润增长率 (%)		175.3%	9.0%	7.4%	5.8%
净利润增长率 (%)		174.3%	3.1%	10.5%	5.8%
盈利能力:					
毛利率 (%)	58.4%	59.1%	61.0%	61.0%	61.0%
净利率 (%)	5.3%	10.8%	10.3%	11.1%	11.3%
ROE (%)	21.3%	47.4%	39.4%	41.4%	41.7%
偿债能力:					
资产负债率 (%)	65.2%	53.3%	48.5%	47.5%	48.5%
流动比率 (x)	1.45	2.06	2.56	2.75	2.80
利息覆盖倍数 (x)	25.64	78.95	121.82	126.01	131.19
营运能力					
存货周转天数	37	24	24	24	24
应收账款周转天数	30	18	18	18	18
应付账款周转天数	46	34	34	34	34
每股资料					
EPS (港元)	0.32	0.89	0.91	1.01	1.07
BPS (港元)	1.47	2.27	2.37	2.51	2.62
每股经营现金 (港元)	1.21	1.54	1.47	1.58	1.65
估值比率					
PE	40.58	14.79	14.36	13.00	12.28
PB	8.93	5.78	5.55	5.23	5.02

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给您参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标、财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010