

海底捞（6862.HK）深度报告

火锅主业依旧“热辣滚烫”，烤肉品牌大有可为

公司研究 · 深度报告

社会服务 · 连锁餐饮

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

- **2021-2022年聚焦组织架构迭代，火锅龙头焕发新生。**海底捞于2018年登陆港交所，强劲经营表现带动下巅峰时期市值超4300亿港元，系中式餐饮赛道绝对龙头。公司于2020-2021年间逆势扩张门店规模，但扩张过程中暴露出选址失误、人才储备不足等问题，最终导致公司同店销售、利润率等关键经营指标阶段表现承压，2021年11月公司也进入“啄木鸟计划”的整顿期。内部调整期间，海底捞展现出极强的组织架构迭代能力，陆续出台强化职能部门+恢复大区管理体系+COO巡店制度等组合拳稳定局势；2022年启动“硬骨头计划”进一步提升经营效能。**2022年海底捞顺利扭亏为盈，2023年更是创下公司收入与利润的历史新高，重回中餐霸主地位。**
- **国信社服小组于2024年4月22日外发的《日本餐饮30年：复盘与启示》报告曾复盘日本90年代泡沫经济破裂到目前30多年餐饮行业的发展历程，提及伴随经济增长红利退去、企业粗放型发展阶段告一段落，餐饮企业越来越注重基本功的修炼，以及通过多元化途径寻求第二、第三增长曲线。最终来看，供应链体系完善、管理效率较高的餐饮龙头具备穿越经济周期的潜力。回顾过去的2023-2024年，海底捞能在行业增长承压背景下逆势突围，内在逻辑与日本餐饮市场存在异曲同工之处。**
- **站在提振内需是重中之重的2025年初，海底捞火锅主业的后续持续成长性如何？公司又为何提出“红石榴计划”加码新品牌孵化，跨界孵化的前景如何展望？上述议题则是本篇报告重点讨论聚焦的方向。**

海底捞：火锅主业依旧“热辣滚烫”，烤肉品牌大有可为



■ 火锅赛道：仍系中餐最大细分品类，海底捞稳坐头把交椅，2024年竞争边际走向缓和

1) **市场规模**：沙利文数据，2023年火锅赛道在中餐收入占比约14%，系最大细分餐饮品类。2024年火锅市场规模超5900亿元，预计CAGR（2024-2028年）约7.2%；川渝火锅是最主流火锅品类，2023年赛道收入占比超66%。2) **竞争格局**：受线下需求阶段受阻&供给回补影响，2022-2023火锅间赛道玩家洗牌明显且呈净关店状态。但2024年三季度赛道关店率与开店率趋于持平，竞争阶段走向缓和。同期火锅赛道连锁化率由2019年的16%提升至2024年的25%，但头部格局依旧分散、门店CR10仅1.6%，海底捞居首。3) **消费&供给趋势**：消费者更为重视品质与体验的平衡；供给端除需适应性价比消费趋势外，也需拥抱更为多元的如线上等获客渠道。

■ 海底捞：组织架构与时俱进，火锅龙头焕发新生

回顾公司历史，2015-2023年营收CAGR28%、归母净利润CAGR42%，2023年收入（415亿元）、归母净利润（45亿元）创历史新高；2024H1公司营收215亿元/+14%，核心经营利润28亿元/+13%，期末门店数总计1343家，从业绩、门店规模看海底捞均为中式餐饮赛道的绝对龙头。2020-2021年间，公司曾错判疫情节奏逆势扩张，导致经营阶段受阻、2021年亏损41.6亿元。但此后公司通过组织架构变革，先后实施“啄木鸟计划”——“硬骨头计划”，成功穿越经营低谷期浴火重生。

■ 成长展望：火锅主业同店&开店双改善，烤肉品牌确认加速发展

1) **火锅同店经营改善**：2024年中期末，海底捞翻台率4.2次/天、客单价97.4元，距离经营较优时期的翻台率（4.8-5.0次）、客单价（110.1元）仍有一定修复提升空间。翻台率方面，修炼内功（菜品上新、营销活动）、消费场景延展（企业店、校园店、创新店型）、消费政策综合拉动下，我们预计**2024-26年翻台预计稳中有升分别为4.1/4.2/4.3次**；伴随赛道竞争趋缓、折扣投放更为精准，客单价有望回暖，预计**2024-26年客单价分别同比-0.6%/+4.6%/3.4%**；此外，“硬骨头计划”后经营效能大幅提升，门店保本点由3.0次降低至2.5次以下，同店恢复利润正杠杆效应更为显著；2) **火锅门店扩张**：目前翻台率已达到重启规模扩张临界点4.0次，扩张主动权重回公司手中，此外开放加盟也将提升展店成功率。结合人口&GDP数据测算，我们预估海底捞中期门店空间为1902-1998家，**即未来5年预计每年净增约65家海底捞火锅**；3) **新品牌孵化**：继啄木鸟、硬骨头后，2024年公司提出“红石榴计划”，意在孵化餐饮新品牌，集团的运营五虎将保障计划落实。其中烤肉品牌“**焰请烤肉铺子**”进入加速发展期，**2025-2027年预计每年新增预计50-80家**，据我们测算烤肉品牌单店模型预计年营收1000万元，净利润率12-14%，且回收期（<10月）快于海底捞火锅品牌。

■ 投资建议：火锅主业经营稳健，新品牌贡献增量成长，建议中线战略配置

在中性审慎经营展望下，我们预计2024-2026年归母净利润分别为45.1/50.5/55.6亿元，同比增0.4%/11.8%/10.2%，回顾过往，弱势环境下海底捞经营性收入利润续创新高，展现出极强的逆经济周期属性。展望未来，公司火锅主业仍呈稳健增长态势，稳定的现金流入与股息分派，使得海底捞的红利配置价值凸显，兼顾2025年是烤肉新品牌放量验证的元年，结合板块估值水平，我们给与**公司2025年PE估值16-18x**，对应目标市值为**878-987亿港元**，较最新收盘价涨幅空间为**12.4%-26.4%**，维持公司“**优于大市**”评级。如在乐观预期下（翻台率/客单价/门店数均较中性预期上调10%），对应25-26年归母净利润为58.2/71.6亿元，由于餐饮公司具有强顺周期弹性，因而我们建议同步关注公司与消费力复苏共振下的潜在戴维斯双击机会，**建议中线战略配置**。

■ 风险提示：翻台率恢复不及预期、门店扩张低于预期、客单价下滑、竞争加剧、新品牌孵化失败。

- 01 火锅赛道：中餐最大细分品类，海底捞稳坐头把交椅**
- 02 海底捞：组织架构与时俱进，火锅龙头焕发新生**
- 03 成长展望：火锅主业同店&开店双改善，烤肉品牌确认加速发展**
- 04 投资建议：经营拐点已至，盈利与估值迎双击**

市场规模：火锅仍系中餐第一大品类，川渝火锅占比超6成

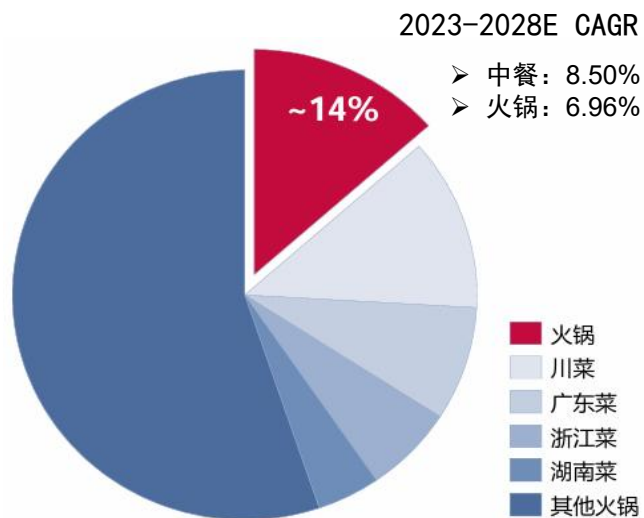
- 火锅2024年市场规模超5900亿元，系中式餐饮最大细分品类。火锅品类具有标准化程度高（可复制性强）、细分品类多（可满足广大消费群体不同口味需求）、社交属性强等特点，上述特点决定了其具有庞大市场规模。根据沙利文数据，火锅赛道预计2024年将达到5900亿元，且2024-2028年市场将以7.2%的CAGR稳定增长。火锅仍是中餐最大细分品类，占比约14%，其后系川菜、粤菜、江浙菜等。
- 川渝火锅是主流细分品类，2023年收入占比超66%。川渝火锅具备浓郁的麻辣鲜香风味，品尝时大脑会产生多巴胺、产生愉悦感，具备“成瘾性”而有较高的用户粘性。沙利文数据显示，2023年川渝火锅约占火锅市场的66%，占据绝对领先地位，其后是北派、粤式火锅。在订单层面，据美团数据，2023年火锅细分品类团购订单量中四川&重庆火锅品类合计占比达38.3%（较2021年进一步提升2.3pct）。

图：2019-2028年火锅赛道市场规模与增速



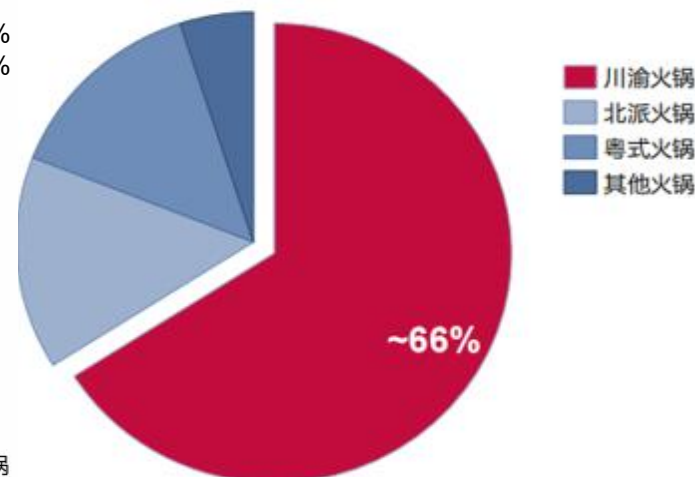
资料来源：沙利文研究《2024年中国火锅行业发展白皮书》（2024.8），国信证券经济研究所整理

图：2023年中式餐饮不同菜系规模占比（按收入）



资料来源：沙利文研究《2024年中国火锅行业发展白皮书》（2024.8），国信证券经济研究所整理

图：2023年火锅细分品类市场规模占比（按收入）



资料来源：沙利文研究《2024年中国火锅行业发展白皮书》（2024.8），国信证券经济研究所整理

竞争格局：2022-2023年玩家洗牌明显，2024年竞争边际缓和

- 2022年需求不振、2023年竞争加剧，火锅赛道玩家阶段洗牌明显。2022年受疫情扰动，火锅赛道需求受阻，玩家被动出清；2023年初补偿性消费背景下大量玩家涌入，赛道竞争趋于激烈，2023全年关店率高于开店率，大量火锅品牌在竞争中淘汰出清。辰智大数据白皮书显示，2022-2023年行业维持净关店状态，截至2023年Q4火锅门店规模已回落至55万家，接近历史底部位置。
- 2024年第三季度开店率持平，竞争走向边际缓和。2022-2023年关店率显著高于开店率，进入2024年后火锅赛道供需关系边际改善，存量门店开店与关店的动态变化趋于稳定。据辰智大数据显示，截至2024Q3火锅门店关店率与开店率基本持平，新入玩家更加理性，而存量玩家存活率也相对更高，预示行业竞争边际走向缓和。

图：2021-2024上半年我国火锅行业总体门店数及同比增长率



图：2019-2023年我国火锅门店开关店率变化趋势



资料来源：《辰智2024中国餐饮大数据白皮书》（2024.11），国信证券经济研究所整理

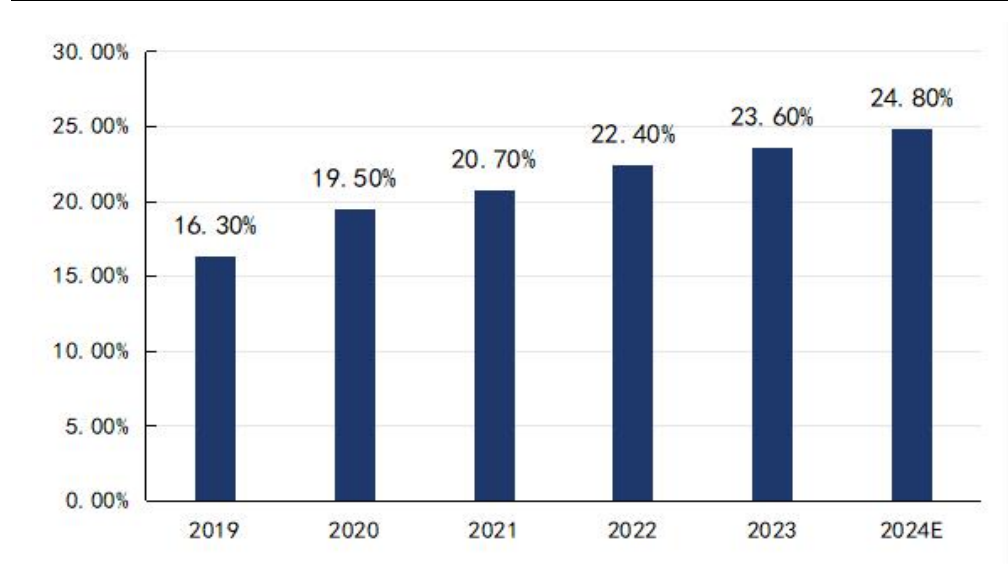
资料来源：《辰智2024中国餐饮大数据白皮书》（2024.11），国信证券经济研究所整理

竞争格局：连锁化率稳步提升但依旧分散，海底捞稳坐头把交椅



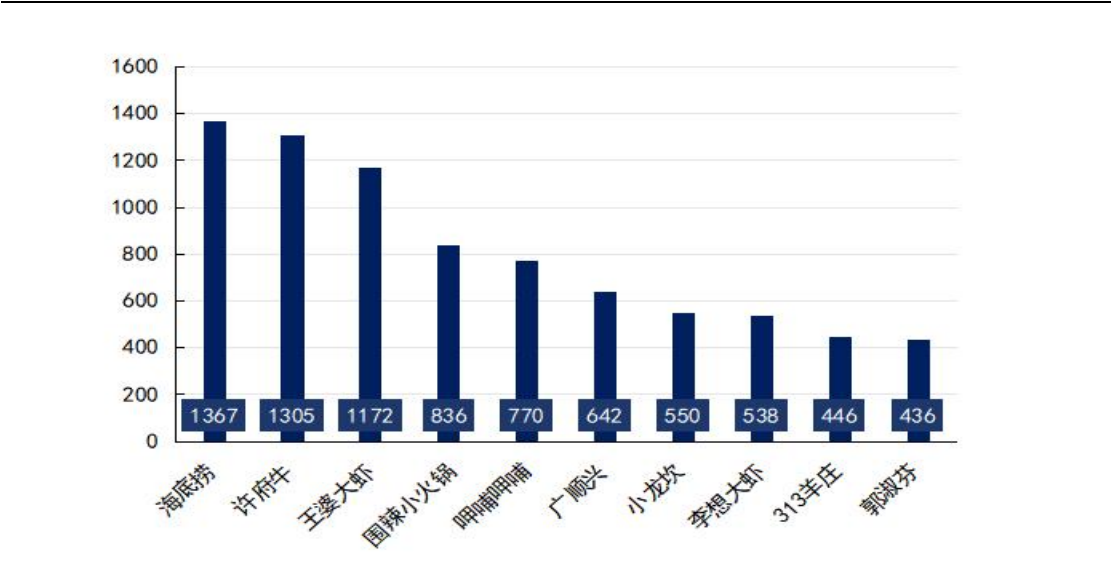
- 火锅赛道连锁化率稳步提升。2022-2023年赛道迭代洗牌趋势下，连锁企业凭借自身品牌、供应链以及资金规模等多维度优势，火锅行业连锁化率进一步提升。据餐宝典2024年7月发布的《2024上半年中国火锅品牌价格监测报告》数据，2019年火锅赛道连锁化率为16.3%，2024年时火锅品类连锁化率有望达25%，呈现稳步提升态势。
- 赛道分散依旧、CR10仅约1.6%，海底捞稳坐头把交椅。据窄门餐眼数据库数据显示，若以火锅行业以门店数计，火锅赛道CR10仅1.6%，仍较为分散。聚焦头部品牌，细分品类许府牛、王婆大虾等增速较快同样不容忽视。据中国饭店协会及美团联合发布的《2024年火锅产业发展报告》数据，海底捞在 2023 年美团团购订单量上遥遥领先，占据绝对优势，在消费者中的知名度、品牌影响力和市场认可度较高。另一方面，截至 2025 年 1 月，以门店数计海底捞以1367家门店居首位，许府牛（客单价49.15元，牛肉火锅）及王婆大虾（客单价52元，虾火锅）门店数量紧随其后，火锅赛道呈现出头部品牌优势明显同时竞争多元化的格局。

图：2019-2024年火锅行业连锁化率



资料来源：《2024上半年中国火锅品牌价格监测报告》，国信证券经济研究所整理

图：截至2025年1月，以门店数计前十大火锅品牌

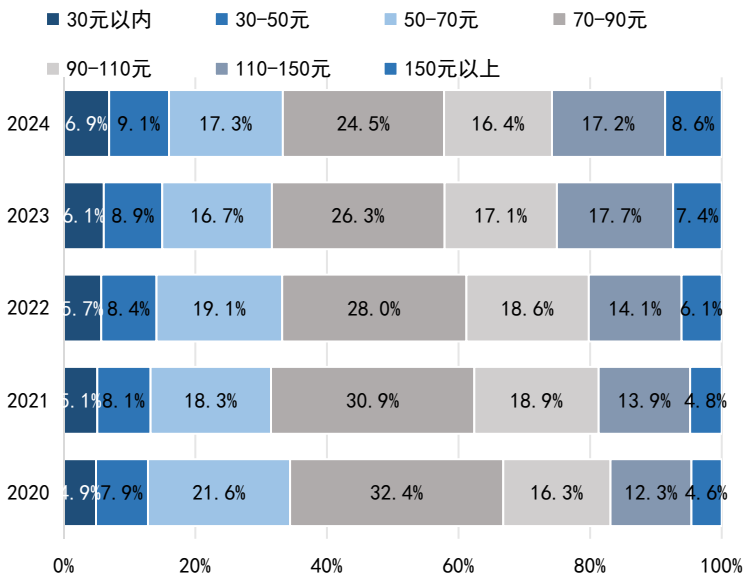


资料来源：窄门餐眼数据库，国信证券经济研究所整理

消费趋势：消费者更加追求品质与价格的平衡，

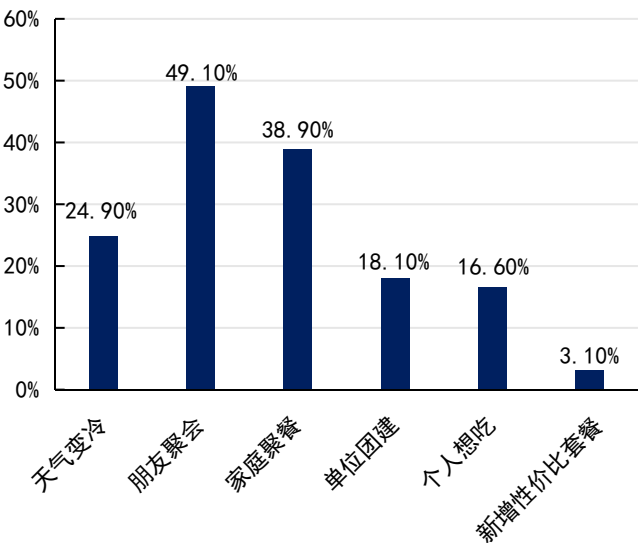
- 消费者更加追求品质与价格的平衡。在理性消费趋势的影响下，消费者在选择火锅品牌时会更加注重食材质量与就餐体验的平衡。消费一方面倾向于选择那些能够提供合理价格与卓越品质的火锅品牌；另一方面，也愿意为高品质的食材、优质的就餐体验支付更高的客单价。
- 平价&高端火锅均有稳定受众，中端火锅占比降低。据抖音生活服务数据，2020-2024年，平价价格带（50元以下）与高价格带（110元以上）消费占比均有所提升，客单价70元以下的价格带占比提升3.2%，同时110元以上高价格带占比提升5.9%，这意味着中端价格带（50-110元）占比边际降低。一方面，消费者倾向于选择更有“性价比感知”的火锅店，另一方面，部分品牌通过食材升级、场景打造等方式探索更高的价格带同样受到好评。而中端价格带占比边际走低，预计系部分强品牌宣传、弱消费服务体验火锅品牌需求承压。

图：2020-2024火锅不同价格带消费占比



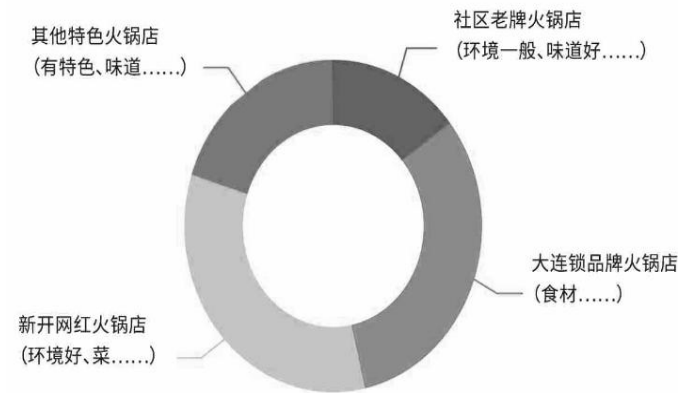
资料来源：抖音生活服务、餐饮老板内参《2024火锅行业消费趋势报告》，餐里眼，国信证券经济研究所整理

图：年轻人吃火锅的驱动因素



资料来源：成都日报《2024成渝火锅潮流消费趋势报告》（2025.1），国信证券经济研究所整理

图：年轻人选择火锅店的偏好

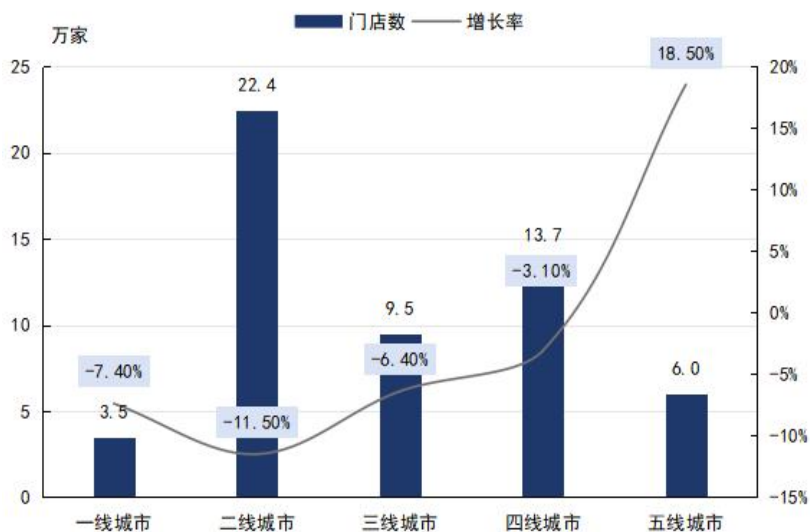


资料来源：成都日报《2024成渝火锅潮流消费趋势报告》（2025.1），国信证券经济研究所整理

供给趋势：2023年下沉城市门店逆势扩张，拥抱线上获客渠道

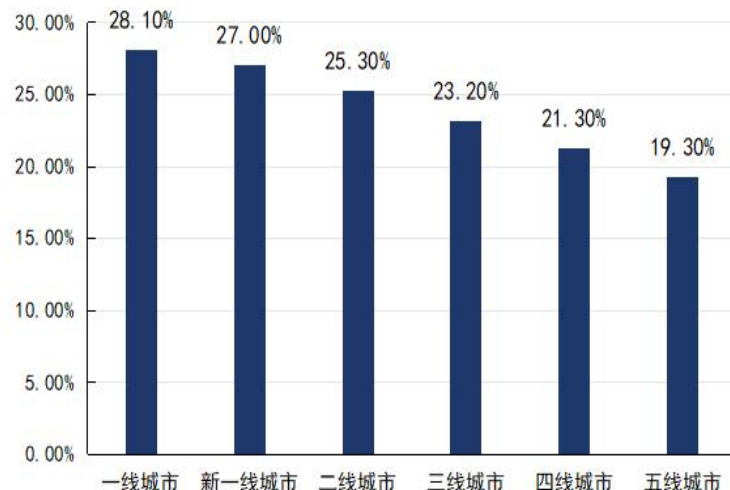
- 下沉市场门店数量高速增长。据辰智大数据，2023年二线城市的火锅门店数量出现了较为明显的下滑，主要系门店基数较大所致，其次为一线、三线、四线城市，降幅相对平缓分别为7.4%/6.4%/3.1%，而五线城市火锅门店数量逆势保持着18.5%的高速增长。火锅连锁品牌也呈现下沉趋势。据窄门餐眼数据库，2024年2月至2025年1月12个月中，头部连锁品牌海底捞、楠火锅、八合里、小龙坎三线及三线以下城市门店数占比均有所提升，其中楠火锅占比提升6.7pct。
- 抖音生活服务数据显示，仅10月21日至11月4日，“火锅”搜索量在抖音同比增长53%，相关短视频播放超40亿次。以2024年火锅赛道门店净增第一的许府牛为例，许府牛在抖音2小时成功斩获200万元销售额，登上了当日杭州团购榜一，主打的千禧套餐和Passion新品套餐，不到一个月，抖音团购订单超过135万单。

图：2023年末各线城市火锅门店数量及同比增长率



资料来源：《辰智2024中国餐饮大数据白皮书》（2024.7），国信证券经济研究所整理

图：2023年低线与高线城市连锁化率仍有较大差异



资料来源：《2024年中国下沉市场蓝皮书》，国信证券经济研究所整理
注：T1指一线城市，T2包括新一线城市、二线城市，T3+指三线及三线以下城市

图：许府牛通过直播拓宽销售渠道



资料来源：新闻晨报，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 火锅赛道：中餐最大细分赛道，海底捞稳坐头把交椅
- 【 02 】 海底捞：组织架构与时俱进，火锅龙头焕发新生
- 【 03 】 成长展望：火锅主业同店&开店双改善，烤肉品牌确认加速发展
- 【 04 】 投资建议：经营拐点已至，盈利与估值迎双击

海底捞：三十年砥砺前行，成就火锅赛道龙头标杆

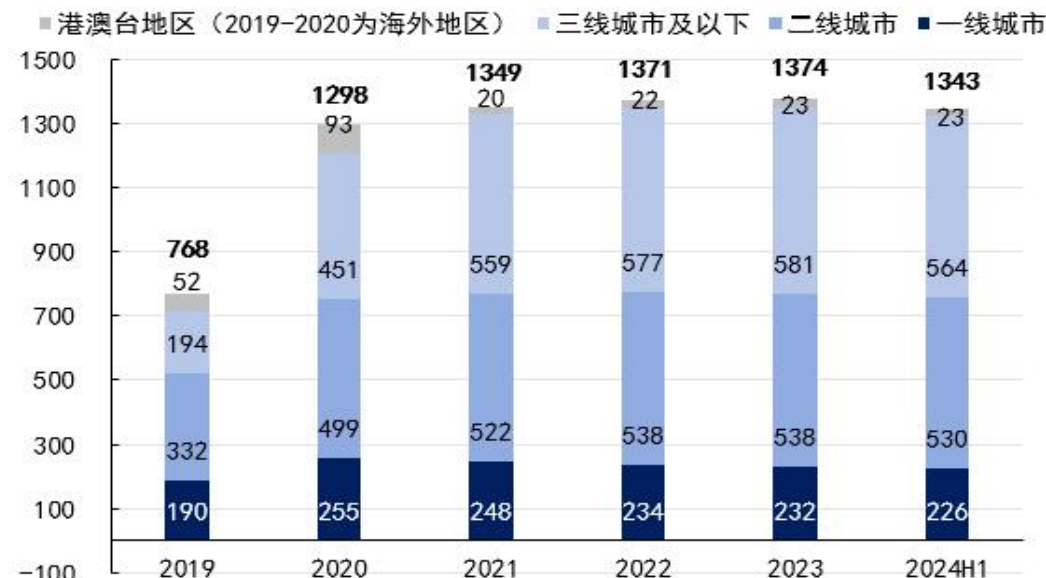
- 海底捞系火锅乃至中餐赛道的绝对龙头。海底捞于1994年在四川简阳创立，主营融汇各地火锅特色的川味火锅，创立至今30年间，海底捞的“服务至上、顾客至上”深入消费者心智。回顾海底捞发展历史，企业经营在波折中前行，2015-2023年营收CAGR约28.0%、归母净利润CAGR约42.0%。2023年实现收入414.5亿元，归母净利润44.99亿元，均创历史新高；2024H1，公司营收214.91亿元/+14%，核心经营利润27.99亿元/+13.0%，依旧维持强劲表现。截至2024年中期，总门店数共计1343家，从收入、利润以及门店体量看，海底捞均为火锅乃至中餐赛道的绝对龙头。
- 2021年公司曾经营战略失准，组织架构变革迅速应变。2021年海底捞实现收入411.1亿元，同增43.7%；亏损41.6亿元，其中一次性计提的减值损失超过36.5亿元，背后原因系公司错判疫情节奏，2020年下半年门店开始逆势扩张，但外部疫情持续时长超预期，叠加内部管理体系未能匹配快速开店节奏，最终导致公司深陷激进展店的泥淖，但后续公司迅速通过组织架构变革，顺利度过低谷期重新焕发生机。

图：2021年海底捞经营战略失误，利润大幅亏损



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：2019-2023年间海底捞火锅门店数量



注：2022年至2024H1数据包括暂时关闭及正在翻新的门店

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

海底捞：三十年砥砺前行，成就火锅赛道龙头标杆

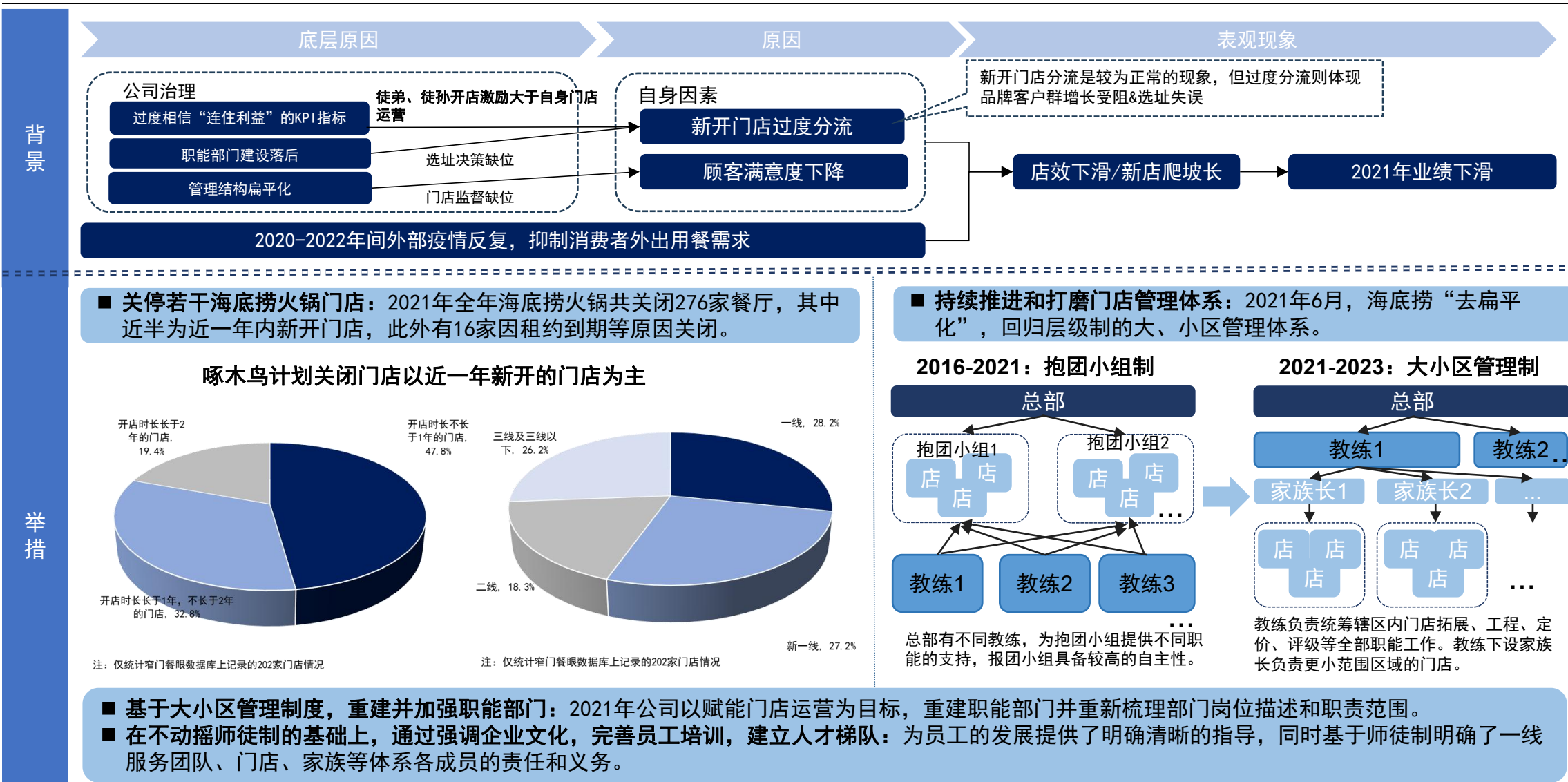
图：海底捞成立以来经营的四个阶段：品牌初创、修炼内功—资本助力扩张—战略调整—重新起航



资料来源：公司官网，海底捞知食局，国信证券经济研究所整理

组织架构变革：“啄木鸟计划”意在固基，“硬骨头计划”重在提效

图：“啄木鸟计划”（2021年）的推出背景与具体举措图示



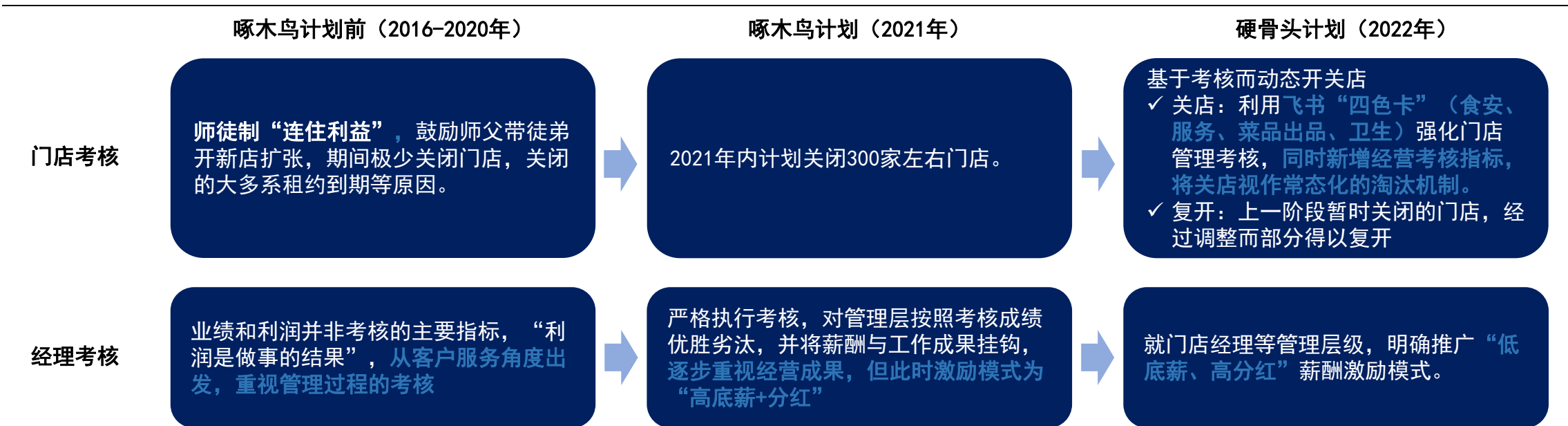
资料来源：公司公告，窄门餐眼，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

组织架构变革：“啄木鸟计划”意在固基，“硬骨头计划”重在提效

- **硬骨头计划循序渐进复开调整门店，存量门店薪酬体系调整。**2022年中期，海底捞发布公告称，啄木鸟计划降本增效成效显著，后续将循序渐进地重开符合条件的硬骨头门店（即在啄木鸟计划下暂时关停的门店）。2022财年，公司新开24家、硬骨头计划复开48家餐厅，关店50家。当下视角来看，硬骨头计划对啄木鸟计划的闭店提供了开店的闭环，形成了合理的基于单店经营效率的灵活开关店的经营考核机制；存量门店薪酬体系也调整为“低底薪、高分红”，充分调动门店主管人的能动性。
- **“硬骨头计划”带来的经营效率提升成效显著，也为后续2024年公司弱市下的强经营奠基。**2022年，公司实现收入310.39亿元/-20.6%，归母净利润16.38亿元/扭亏+150.4%；若剔除2022年票据收益（3.29亿元）及2021年关店一次性减值（30.93亿元），利润扭亏约+197.7%，而翻台率在2022年外部环境未有明显改善的情况下成功止跌，2022年翻台率为3.0次/天，与2021年持平，这一切便得益于硬骨头计划的经营提效。

图：海底捞火锅门店考核机制三个阶段的演进



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

管理层分析：创始人主导，核心高管团队利益绑定充分

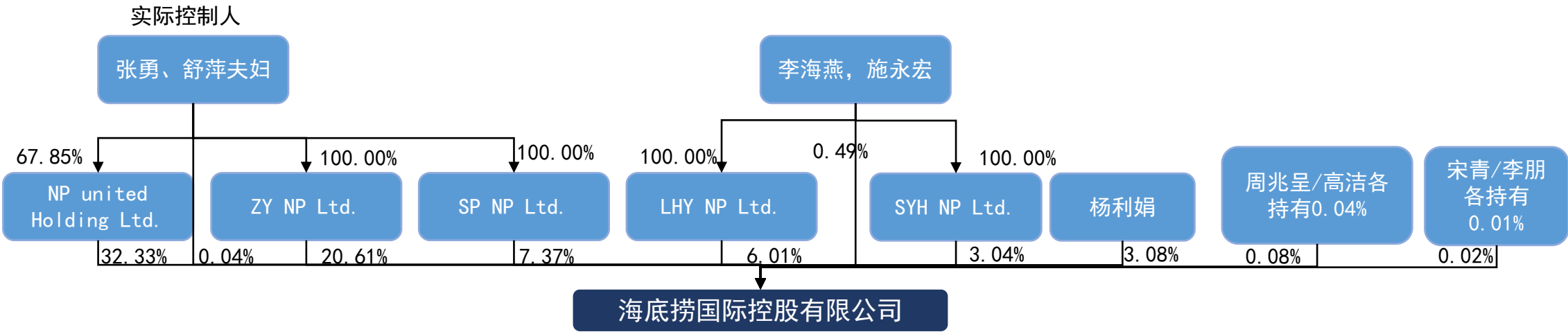
- **股权结构：**创始人张勇为实际控制人。公司创始人为张勇夫妇和施永宏夫妇，据公司财报，截至2024中期，张勇夫妇共计持股60.35%，施永宏夫妇共计持股9.55%。整体股权结构较为集中，有利于公司决策及统筹管理高效推进。其余高管方面，公司执行董事及前任CEO杨丽娟女士持股3.08%，董事会副主席周兆呈先生持股0.04%，核心高管团队利益充分绑定。
- **股权激励：**除核心高管团队外，区域教练、餐厅经理、业务骨干等雇员同样获得股权奖励，总计比例达2.55%。目前公司该项股权激励计划仍有10600万股可用于分发奖励，有助于持续绑定人才。

图：截至2024年6月30日，公司股份奖励计划授出股

	授出股份数目	占总股份的
董事	张勇	198.75
	杨利娟	198.75
	李朋	39.75
	宋青	79.5
	高洁	198.75
	周兆呈	198.75
	小计	914.25
服务提供者	795	
雇员	14190.75	
合计	15900.00	
计划剩余可发行	10600.00	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

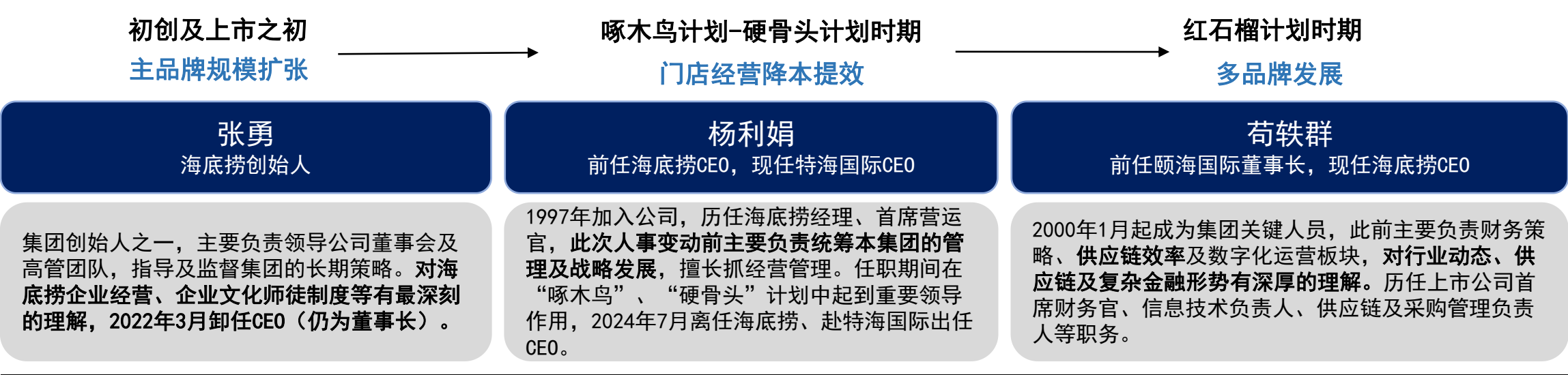
图：截至2024年6月30日，海底捞股权结构示意图，其中实控人张勇、舒萍夫妇持有60.35%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

管理层分析：与组织架构&战略调整匹配的人事任命

图：海底捞发展不同时期的CEO任命



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：海底捞2023年报时董事及高管名单

职位		履历
张勇	董事会主席	详细见图7
周兆呈	董事会副主席	历任公司首席战略官、联系秘书、执行董事、非执行董事等
杨利娟	CEO (2024年7月调任特海国际CEO)	详细见图7
李朋	执行董事、财务总监、联系秘书	曾在消费行业众多大型公司担任多个职位
宋青	产品委员会主任	曾在一线担任门店教练、区域经理
高洁	执行董事	历任总经理办公室助理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：红石榴计划时期新一轮高管梯队“主帅”与“运营五虎将”

职位		履历
苟轶群	CEO	详细见图7
邵志东	副总经理	参与人力资源、信息工作，历任北京区域教练、轮值C00
宋青	产品委员会主任	曾在一线担任门店教练、区域经理
杨华	创业委员会主教练	焰请烤肉铺子创始人，曾任主品牌统筹教练
苗喜庆	轮值C00	曾任门店店长、区域经理
张关平	营销部长	曾任门店店长

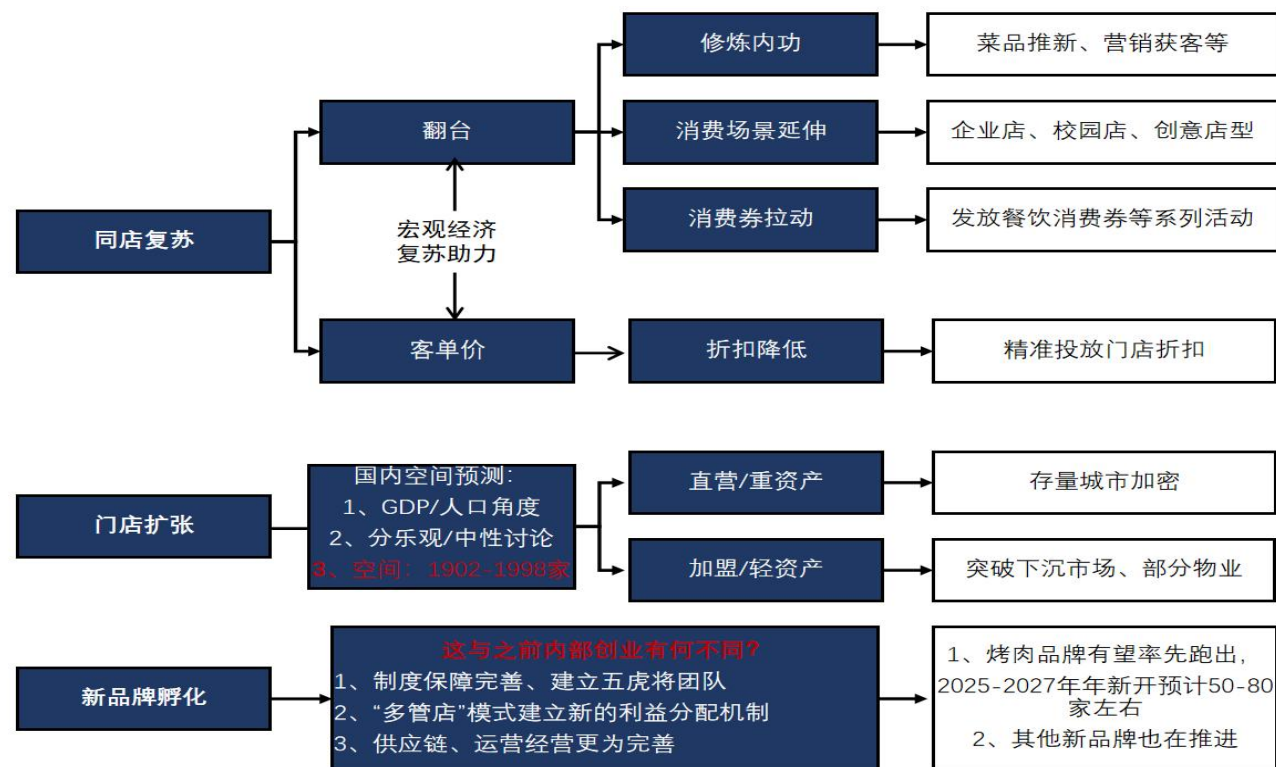
资料来源：海底捞知食局，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 火锅赛道：中餐最大细分赛道，海底捞稳坐头把交椅
- 【 02 】 海底捞：组织架构与时俱进，火锅龙头焕发新生
- 【 03 】 成长展望：火锅主业同店&开店双改善，烤肉品牌确认加速发展
- 【 04 】 投资建议：经营拐点已至，盈利与估值迎双击

海底捞成长展望概览：同店复苏、门店扩张、新品孵化

- **成长展望概括：**1) 火锅主业重回稳健增长，翻台率高基数下稳中有增、客单价触底回暖综合带动，同店经营稳中有升；直营加密、加盟助力，门店扩张重回稳健增长态势；2) 新发展形势下公司新品牌孵化提供成长新动能，烤肉新品牌有望率先放量。
- **股价催化分析：**2023-2024年内部经营持续提效，海底捞火锅主业同店经营效能已经达到相对良好状态，而这也是现阶段海底捞股价的基本支撑盘。展望未来，火锅主业门店重启扩张的增长节奏以及新品牌推进的进展，将是公司股价更上一层楼的核心驱动力。

图：海底捞成长逻辑展望一览图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

看点1-同店复苏：VS历史经营高点，客单价&翻台率仍有回升空间



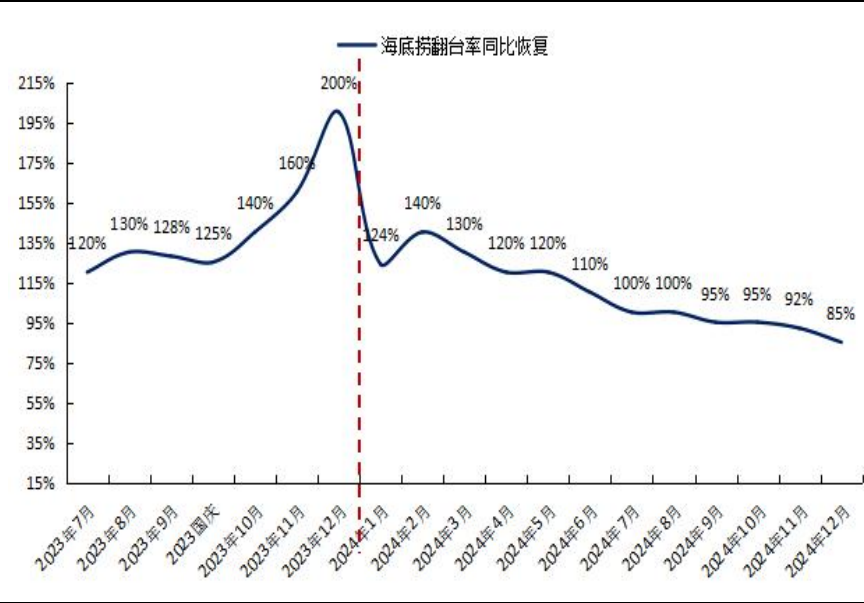
- 经营回顾：2024年翻台恢复度先扬后抑，客单价主动降低适配消费环境
 - 2024年翻台回顾：跟我们对公司跟踪，2024年上半年月度翻台恢复率均超2023年同期10-40%，系2023年上半年疫情防控解封后翻台仍阶段处低基数；进入2024下半年，消费力下行、高基数（火锅旺季+公司营销如科目三出圈）以及主动收窄折扣力度综合影响下，翻台表现修复步伐放缓，月度翻台率同比下滑0-15%，受上述原因影响，市场也担心2025年翻台率环比进一步下行。
 - 2024年客单价回顾：海底捞整体客单价水平呈现下滑态势，由2021年的102.3元下行至2024年中期末的97.4元。海底捞客单价逐季度走低系公司主动适配疫情日趋性价比的消费大环境，而这种“以价换量”的策略在同期行业并不罕见，百胜中国、九毛九无一例外均主动调低了客单水平期待提振门店客流。
- VS历史经营高点，现阶段客单价&翻台率仍有回升空间。截至2024年中期末，整体翻台率（4.2次/天），与2017-2019年的翻台率5.0/5.0/4.8次仍存在可观修复空间；目前人均客单价为97.4元，与2020年110.1元人均消费水平同样存在差距。

表：海底捞历史翻台率以及客单价数据

	2017	2018	2019	2020	2021H1	2021重述	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1
客单价											
一线城市	98.3	106.1	110.1	116.2	114.9	111.8	117.4	114.2	110.3	105.7	104.1
二线城市	92.6	94.8	99.4	105.7	104.6	101.7	104.3	104.3	101.8	98.3	96.8
三线城市及以下	94.5	92.1	94.9	100.2	99.0	95.7	97.8	97.9	96.1	92.8	91.4
国内餐厅	94.6	96.9	100.9	106.1	104.3	101.2	103.5	103.2	100.9	97.3	95.7
港澳台地区	179.6	199.3	185.3	192.6	189.5	202.6	174.7	197.4	205.5	202.8	197.7
整体	97.7	101.1	105.2	110.1	107.3	102.3	109.1	104.9	102.9	99.1	97.4
翻台率											
一线城市	4.8	5.1	4.7	3.4	3	3.1	3.0	3	3.4	3.8	4.0
二线城市	5.2	5.3	4.9	3.6	3.1	3.1	3.0	3	3.5	3.9	4.3
三线及以下城市	4.7	4.8	4.7	3.6	2.9	2.9	2.8	2.9	3.2	3.6	4.1
国内餐厅	5	3.8	4.8	3.6	3	3		2.9	3.3	3.8	4.2
港澳台地区	4.4	5	4.1	3.5	2.2	3	3.1	3.5	4.1	4.2	4.2
平均翻台率	5.0	5.0	4.8	3.5	3	3.0	2.9	3.0	3.3	3.8	4.2

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：2024年海底捞整体翻台率月度同比恢复度



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理
注：2024年9月-12月翻台率同比恢复程度系估算

看点1-同店复苏：门店保本点降低，经营有望现更强利润弹性



- 经营回顾：硬骨头降本增效举措的推进，海底捞门店保本点由疫情前的3.0次/天降至约2.0次/天
 - 2023-2024H1盈利能力何以逆势提升？正如上文所述，尽管现阶段海底捞翻台率、客单价较巅峰时期均有差距，但2023年、2024上半年归母净利润率10.9%、9.5%，已经持平甚至超过了2017-2019年同期水平，经营利润率的改善背后除去门店增速放缓开办费用降低之外，门店经营端的降本增效是核心贡献。
 - 门店调整举措：1) 调整员工薪酬结构，“高底薪+分红”模式改为“低底薪+高分红”，降低工资中固定成本的同时，从根源上调动起了店长的经营积极性；2) 优化单店员工数+引入灵活用工。据2022年报数据，单店员工数仅为72人，较2018-2019年单门店人员配备（148/134人，系为快速开店进行人员超储）大幅简化。伴随翻台率的回升，门店工作量加大后，公司2022下半年也引入灵活用工模式（按翻台率配置门店人手），门店灵活排班以精细化成本管理。
 - 阶段小结：门店降本增效举措的推进，门店保本点由疫情前的3.0次/天降至约2.0次，该调整帮助海底捞在翻台率、客单价较疫情前仍有差距的基础上，利润率逆势回升反超疫情前，新门店经营常态下公司翻台率、客单价的回暖预计将为公司提供更大的利润弹性。

表：海底捞新门店模型保本点已经降至2.0/天左右

单位：万元	翻台率2.0 (盈亏平衡)	翻台率3.0	翻台率3.5	翻台率4.0	翻台率4.2	翻台率4.5	翻台率5.0
日均客流（人次）	400	600	700	800	840	900	1000
座位数	200	200	200	200	200	200	200
翻台率(次/天)	2.0	3.0	3.5	4.0	4.2	4.5	5.0
客单价（元）	103	103	103	103	103	103	103
单店年化收入（万元）	1483.2	2224.8	2595.6	2966.4	3114.7	3337.2	3708.0
面积（平米）	900	900	900	900	900	900	900
坪效（万元/平米）	1.6	2.5	2.9	3.3	3.5	3.7	4.1
原材料成本	608.1	867.7	1012.3	1156.9	1214.7	1301.5	1446.1
%	41.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%	39.0%
职工薪酬	560.0	923.4	959.6	1071.3	1015.7	1040.8	1021.4
平均员工数	80	90	98	115	115	120	120
灵活用工人数	0	18	22	28	30	34	36
灵活用工占比	0%	20%	22%	24%	26%	28%	30%
灵活用工薪酬比例	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
人均薪酬	7.0	9.5	9.0	8.5	8.0	7.8	7.6
%	37.8%	41.5%	37.0%	36.1%	32.6%	31.2%	27.5%
折旧摊销	262.0	262.0	262.0	262.0	262.0	262.0	262.0
%	17.7%	11.8%	10.1%	8.8%	8.4%	7.9%	7.1%
水电开支及杂项支出	51.9	77.9	90.8	103.8	109.0	116.8	129.8
%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
单店经营利润（不含店长提成）	1.2	93.9	270.9	372.3	513.3	616.1	848.7
餐厅层面经营利润率	0.1%	4.2%	10.4%	12.6%	16.5%	18.5%	22.9%
店长提成	0.0	11.3	32.5	44.7	61.6	73.9	101.8
提成比例		12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
单店经营利润（扣除店长提成）		82.6	238.4	327.7	451.7	542.1	746.8
餐厅层面经营利润率	0.0%	3.7%	9.2%	11.0%	14.5%	16.2%	20.1%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

看点1-同店复苏：修炼内功/场景延展/政策拉动，翻台预计稳中有升



国信证券
GUOSEN SECURITIES

■ 2025年翻台率展望（量）：修炼内功、场景延展、政策拉动，2025年翻台表现依旧具备较强支撑

1) 修炼内功（产品推新、营销策划等）：海底捞知食局官微披露，2024年海底捞推出了超20款全国新品和超200款区域特色菜品，与2021-2022年内部经营整顿期相比（如2022年推新139款），海底捞2023-2024年推新强度明显提升；营销策划方面，2023年的科目三、演唱会捞人，2024年捞金豆等创意活动对门店获客拉新均有强烈反馈。

2) 场景延展（企业店、校园店、创新业态）：海底捞知食局显示，截至2025年1月初企业店已经开出第8家店（西安/江苏华为研究所、郑州/西安比亚迪园区店、北京小米科技园）、校园店在包含北京外国语大学在内7家大学有布局，以及露营店、包间店、牛肉工坊、海鲜工坊等创新业态，均为海底捞延伸消费场景的尝试。目前企业店、校园店绝大多数为“双管店”，新消费场景中的翻台贡献是体现在店长原有海底捞门店经营数据中的。

3) 消费政策拉动：2024年9月24日以来，包括上海、广东、浙江等在内的各省推出餐饮消费券补贴以提振消费，如上海地区超过50家海底捞门店就餐时可核销使用餐饮消费券。其中消费券的满减定位，也与海底捞的正餐定位（快餐品牌难以触及满减的门槛）更为契合，预计会受益于本轮餐饮补贴。

图：海底捞大巴车演唱会门口“捞人”



资料来源：南都·湾财社，国信证券经济研究所整理

图：海底捞积极拓张企业火锅、校园店以及创新店型的消费场景



资料来源：电商在线官方、大众点评等，国信证券经济研究所整理

看点1-同店复苏：折扣收敛+消费复苏，客单预计触底回暖



表：2024年三季度以来各省市消费券政策梳理

省级行政单位		2024年9月24日至今推出的餐饮消费券政策
上海市		2024“乐品上海”餐饮消费券，市级财政资金投入3.6亿元 2024“乐享浦东”餐饮消费券，浦东新区投入区级财政资金1亿元
浙江省	杭州市	10月27日杭州发放2024年“食在杭州”餐饮专项消费券，发放总额为3000万元
	宁波市	开展宁波神券节餐饮消费狂欢节，发放200万元消费券
广东省	广州市	发放共一亿元的“食在广州”餐饮消费券，划分三档，分别是：满200减50元、满500减100元、满1000减200元
	深圳市	发放共80万张餐饮酒店零售消费券
天津市		发放津乐购餐饮消费券，12月中下旬正式开展，计划额度为1600万元，分批次发放
河南省		2025年第一季度围绕零售、餐饮、文旅、住宿等重点领域发放2亿元消费券，第一、二批已发放餐饮零售类消费券共计1亿元规模
澳门特别行政区		联合微信支付，开展餐饮消费抽免单及25、75元电子优惠券活动
甘肃省		张掖市“迎金秋·庆国庆”餐饮消费券活动，发放面值为40元和80元的餐饮电子消费券
广西壮族自治区		“寻味广西”中华美食荟餐饮消费券，发放满300元减60元、满200元减40元、满100元减20元、满50元减10元四档面额的餐饮消费券
海南省	全省	“百道海南菜”体验消费券，共发放60天，每天投放300元、150元面额套餐券各2000张，聚焦海南菜体验
	海口市	2025年春节期间将发放2500万元消费券，并支持引导全市商户企业发放实体优惠券，消费券将通过抖音、美团、云闪付、免税企业自营平台等多个渠道进行发放，聚焦免税、商圈、商超、家电家装、餐饮、汽车六大消费板块
河北省	保定市	国庆期间发放餐饮文旅等领域共计200万元的消费券
	全省	中秋国庆期间全省计划发放促消费资金约5430万元，聚焦汽车、家电、百货、餐饮等领域
黑龙江省	哈尔滨市	国庆期间发放共计200万元的餐饮消费券
	南京市	12月26日起发放共300万元江北区暖冬美食券
江西省		发放“味美南昌”餐饮季消费券，包括商超、零售、餐饮等在内金额合计4000万元
青海省		元旦、春节，青海省将通过云闪付、携程网、美团网线上平台发放涵盖旅游景区、旅游线路、星级饭店、文旅产品等领域文旅消费券，目前已发放400余万元
四川省		9月14日至10月31日期间，成都高新区发放餐饮消费券

资料来源:各省市官方微信平台，国信证券经济研究所整理

■ 2025年客单价展望（价）：竞争回归理性，折扣派发更为精准，客单价触底回暖

➤ 2024年中期末客单价为95.7元，环比年初降低2%，系公司主动以价换量带动门店客流回升。结合近期大众点评数据跟踪，我们观察到公司优惠券使用范围、折扣力度有所调整，一方面头部餐饮品牌降价竞争策略渐趋理性，公司也采取跟随策略；另一方面，公司翻台率本身已恢复至相对优秀状态，在客流恢复良好状态下公司也主动收窄门店的折扣力度。

看点2—门店扩张：重新掌握扩张主动权，开放加盟助力下沉



- 门店规模扩张主动权重回公司手中。2021年11月公司提出“啄木鸟计划”，要求适时收缩集团扩张计划，在2021年12月31日之前逐步关停约300家客流量相对较低、经营业绩不如预期的门店，平均翻台率未达到4次/天，原则上不会规模化开设新的分店，此举意在重新提升存量门店经营效率。
- 据公司2024上半年财报数据，翻台率4.2次已达到重启规模开店翻台目标，其次门店保本点降低后盈利能力也创下新高（2023年归母净利率10.9%系上市新高），故我们认为规模展店的主动已经重回公司手中，据我们月度跟踪数据，公司2024年下半年门店实际已经重回净增通道中。
- 审慎推行加盟模式，助力下沉市场拓展。2024年3月5日晚，公司宣布将推行海底捞餐厅的加盟特许经营模式，我们分析公司开放加盟更多系借力加盟商资源尤其是物业资源的获取能力，进而提升下沉的开店成功率。公司在公开交流提及，加盟模式采取的是托管方式，即加盟店的门店经营也是由海底捞团队指导协助管理，考核标准与流程制度与直营店均保持一致，加盟商则更多扮演财务投资人角色。2024全年，公司预计加盟店新开13家，占全年新开门店的21%。

表：海底捞开关店分年度示意图

	2018	2019	2020	2021重述	2022	2023	2024H1	2024H2E
新开店数	200	308	544	未披露	72	35	11	50
直营店	200	308	544	-	72	35	11	37
加盟店	0	0	0	-	0	0	0	13
关店	7	6	14	未披露	50	32	43	25
餐厅总数	466	768	1298	1349	1371	1374	1343	1368

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：上半年新开一家加盟店

表：海底捞加盟策略核心信息整理

加盟定位	1、并不意味着公司将全面转向加盟模式，而是希望进一步丰富公司的商业模式 2、海底捞的加盟模式更类似于一种托管模式，即加盟门店将接受与直营店相同的运营管理团队和体系。 3、以比较谨慎的节奏来推进加盟，加盟店整体占比会比较少
赋能&要求	加盟餐厅将享受到集团提供的全方位中后台服务，包括人员培训、供应链系统、管理经验、食安管控、品牌营销以及绩效考核等双方在企业文化和价值观上的一致性
加盟商要求 （官网申请表）	1、加盟商需在三个省份以上具备拓展能力； 2、其次，未来三年内计划开设的门店数量最低为1至2家，最高可达五家以上； 3、资金投入方面，需以千万元为单位，且不包括贷款。

资料来源：公司公告，财联社，国信证券经济研究所整理

看点2—门店扩张：海底捞火锅中期门店空间测算为1902-1998家



■ 门店空间测算思路如下

- 1、**数据来源：**门店省份数据来自窄门餐眼小程序，2024年底海底捞总门店数据为1367家；测算所用的GDP、常住人口数据则来自于各省2023年统计局数据（2024年度暂未披露数据）。
- 2、**市场划分、核心测算指标确认：**按照人均消费力差异，将门店所在省份分类，从高到低排列分别为10万+/年、7-10万/年、4-6万/年，具体划分见表；核心测算指标方面，**重点关注店均GDP（消费能力）、店均常住人口（客流基础）两大指标；**
- 3、**测算思路：**从店均GDP（GDP/区域门店总数）、店均常住人口分类讨论门店空间，求交集得出门店空间结论。以店均GDP为例，分省份层级看，每个层级中我们会选择一个目标省份门店密度作为目标（如高线省份乐观假设下选择了天津的门店密度作为目标），同一层级的其他省份均按照该目标密度测算理论空间体量，且每个层级省份分为乐观、中性假设（密度目标选择标准不同）进行了测算。
- 4、**误差校准：**1）极值剔除：如店均GDP口径的陕西省门店密度极高，已偏离省份层级平均均值超30%故作剔除、同理还有店均人口密度口径下的北京、陕西、新疆；2）**区域特性：**川渝地区本身市场竞争激烈，所以不可用传统思路测算门店规模；3）**供应链背景：**内蒙古、新疆等区域地处偏远，供应链成本高（更多是当地化采购），所以潜在市场空间也需特殊化考虑。

表：海底捞火锅门店空间测算示意图

	门店数（2024年）	店均GDP（亿元/店）	门店规模		店均人口密度（万人/店）	门店规模	
			乐观预期	中性预期		乐观预期	中性预期
北京	77	568	84	80	28.4	77	77
上海	68	694	90	86	36.6	68	68
江苏	152	844	245	233	56.1	233	200
福建	57	954	104	99	73.4	114	98
浙江	116	712	158	150	57.1	181	156
天津	32	523	32	30	42.6	37	32
广东	166	817	259	247	76.5	347	298
内蒙古	11	2239	22	20	217.8	65	56
湖北	66	846	89	84	88.5	67	66
重庆	12	2512	24	20	266.0	24	36
山东	77	1196	146	139	131.5	116	114
陕西	73	463	73	51	54.1	73	73
安徽	53	888	75	71	115.5	70	69
湖南	45	1111	80	75	146.0	76	74
山西	23	1117	41	39	150.7	40	39
新疆	1	19126	2	2	2,598.0	4	2
宁夏	8	664	8	8	91.1	8	8
海南	12	629	12	12	86.9	12	12
辽宁	22	1373	48	45	190.1	48	47
四川	39	1542	50	45	214.6	59	50
江西	26	1238	51	48	173.7	52	51
云南	23	1305	35	34	203.2	32	28
青海	3	1266	4	4	198.0	4	4
河南	67	883	70	67	146.5	67	67
河北	45	977	52	50	164.3	50	45
吉林	12	1128	16	15	195.0	16	14
广西	24	1133	32	31	209.5	34	31
贵州	11	1901	25	24	351.4	26	24
黑龙江	13	1222	19	18	235.5	21	19
甘肃	14	847	14	13	176.1	17	15
中国台湾	11		22	17		22	17
中国香港	5		10	8		10	8
中国澳门	3		6	5		6	5
总计	1367		1998	1869		2079	1902

资料来源：窄门餐眼，wind，国信证券经济研究所整理

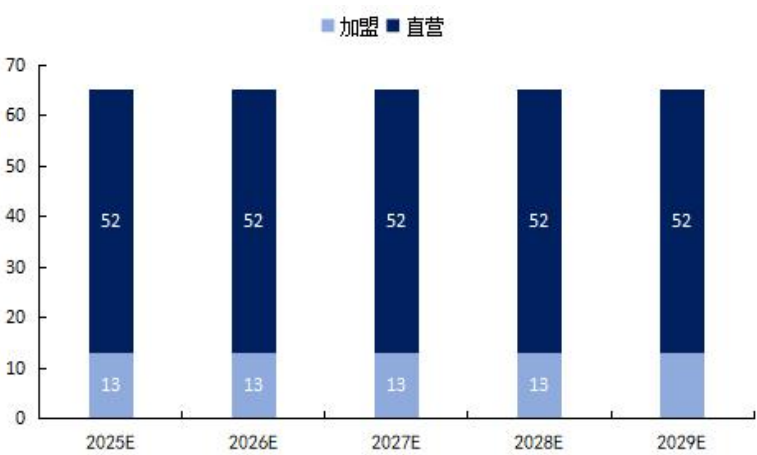
看点2—门店扩张：未来5年预计每年净增65家左右海底捞火锅



■ 门店规模测算结论：中期门店空间测算为1902-1998家，未来5年预计每年净增65家左右海底捞火锅

综合考虑店均人口密度、店均GDP得出的乐观以及中性假设情况，未来5年海底捞国内展店空间在1902-1998家，较当前门店规模仍有39-46%空间，未来5年以每年约净新增65家海底捞火锅店速度对外扩张，当然具体开店节奏取决于公司展店策略以及外部经济环境变化，且部分区域最优物业获取可能也存在难度，不排除公司会以加盟模式进入。

图：海底捞火锅门店扩张计划（国信社服预测）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：海底捞火锅门店空间测算示意图

	门店数（2024年）	店均GDP（亿元/店）	门店规模		店均人口密度（万人/店）	门店规模	
			乐观预期	中性预期		乐观预期	中性预期
北京	77	568	84	80	28.4	77	77
上海	68	694	90	86	36.6	68	68
江苏	152	844	245	233	56.1	233	200
福建	57	954	104	99	73.4	114	98
浙江	116	712	158	150	57.1	181	156
天津	32	523	32	30	42.6	37	32
广东	166	817	259	247	76.5	347	298
内蒙古	11	2239	22	20	217.8	65	56
湖北	66	846	89	84	88.5	67	66
重庆	12	2512	24	20	266.0	24	36
山东	77	1196	146	139	131.5	116	114
陕西	73	463	73	51	54.1	73	73
安徽	53	888	75	71	115.5	70	69
湖南	45	1111	80	75	146.0	76	74
山西	23	1117	41	39	150.7	40	39
新疆	1	19126	2	2	2,598.0	4	2
宁夏	8	664	8	8	91.1	8	8
海南	12	629	12	12	86.9	12	12
辽宁	22	1373	48	45	190.1	48	47
四川	39	1542	50	45	214.6	59	50
江西	26	1238	51	48	173.7	52	51
云南	23	1305	35	34	203.2	32	28
青海	3	1266	4	4	198.0	4	4
河南	67	883	70	67	146.5	67	67
河北	45	977	52	50	164.3	50	45
吉林	12	1128	16	15	195.0	16	14
广西	24	1133	32	31	209.5	34	31
贵州	11	1901	25	24	351.4	26	24
黑龙江	13	1222	19	18	235.5	21	19
甘肃	14	847	14	13	176.1	17	15
中国台湾	11		22	17		22	17
中国香港	5		10	8		10	8
中国澳门	3		6	5		6	5
总计	1367		1998	1869		2079	1902

资料来源：窄门餐眼，国信证券经济研究所整理

看点3-新品牌：“红石榴计划” 出台，新品牌孵化迅速推进



- 提出红石榴计划，成立专门高管团队：2024年中报时公司提及实施“红石榴计划”，旨在鼓励孵化和发展更多餐饮新品牌，公司总部层面也已成立完善组织架构去推进落实。其中CEO苟总领导创新创业委员会在集团层面整合资源，高管团队组成运营五虎将，从创业机制、产品创新、供应链保障、运营协同、营销支持5大领域。此外，公司将综合运用股权激励等措施，来增强员工参与积极性。
- 新品牌孵化迅速推进。公司一共新推出了5个不同细分赛道的新品牌，副品牌创立显著加快，截至2025年1月公司旗下至少有10个副品牌在正常运营中。前期市场较多关注于焰请烤肉铺子，但根据红餐网梳理，目前小嗨爱炸和苗师兄鱼虾锅（此前的苗师兄炒鸡）品牌门店数也维持在双位数水平，2024年毛开店数亦较快。

表：海底捞“红石榴计划”运营五虎将履历

姓名	内部职位	履历
杨华	创业委员会主教练、焰请烤肉铺子品牌创始人	1999年加入海底捞，基层成长历经店长、区域经理、管职能部门、统筹教练；2023年底，「焰请烤肉铺子」在西安开业。在次年的海底捞抱团大会上，杨华获得了海底捞内部象征最高荣誉的紫金勋章。
宋青	海底捞副总经理、海底捞产品委员会主任	2000年毕业后加入海底捞，2021年6月份，开始接管供应链工作，是现任海底捞CEO苟轶群的徒弟
邵志东	海底捞副总经理	2012年4月，加入海底捞创办企业大学两年后，接管了海底捞北京四店，三个月后，门店评级成功脱C，经营上也开始好转；从海底捞人力资源部、信息部到北京区域教练、轮值COO，再到如今的集团副总，深度参与海底捞工作流程
苗喜庆	海底捞轮值COO	从店经理家族长和优秀大区经理中脱颖而出，被公司委以轮值COO的重任
张关平	海底捞营销部长兼大区经理	2006年加入公司，先后担任店经理、家族长和大区经理，如今兼任营销部负责人。

资料来源：海底捞知食局，国信证券经济研究所整理

表：截止2025年1月海底捞旗下副品牌布局情况

品牌	品牌创立时间	细分赛道	客单价	门店数量	2024年毛开店数
焰请烤肉铺子	2023年12月	融合烤肉	105.00元	38	16
苗师兄鱼虾锅	2021年3月	炒鸡香锅	49.94元	16	6
小嗨爱炸	2024年8月	炸鸡	36.22元	11	13
小嗨火锅	2023年9月	平价火锅	约70元	7	暂无数据
五谷三餐	2020年12月	中式快餐	19.67元	7	4
汉舍中国菜	2019年11月	精致中餐	167.50元	7	1
火焰官BarBecue	2024年11月	烤串	约91元	1	1
沸派甄鲜小火锅	2024年11月	旋转小火锅	约49元	1	1
喵塘主麻辣烤鱼	2024年10月	烤鱼	约96元	1	1
十八余	2019年11月	米面快餐	24元	1	0
围吉山	2023年8月	云贵川创意菜	约300元	已闭店	0

资料来源：红餐网、窄门餐眼数据库、观潮新消费、国信证券经济研究所整理

看点3-新品牌：“红石榴计划”之于海底捞意义非凡

■ 2020-2021年海底捞集团也曾内部提出新品牌孵化，但最终并未出现能够接续成长的新品牌，故市场对于“红石榴计划”的顺利实施也持观望态度，但我们认为“红石榴计划”之于集团意义非凡，是公司战略重中之重，并出台系列制度为计划落实保驾护航：

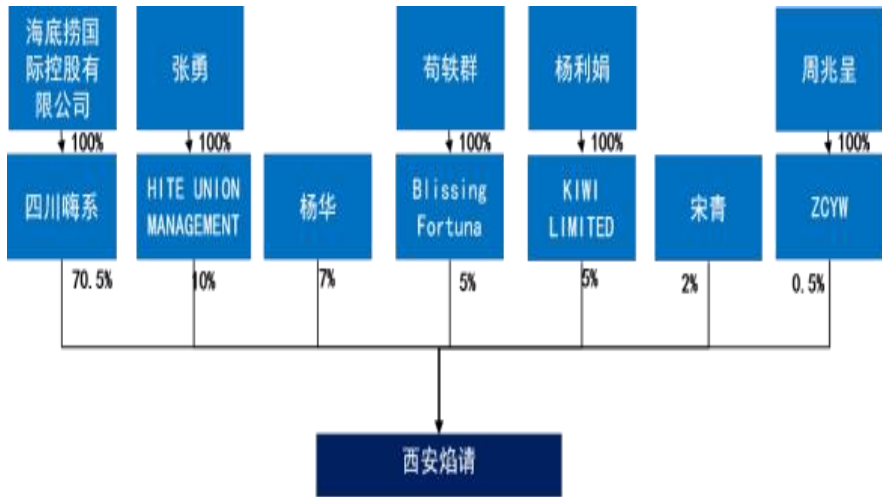
- 1、完善的顶层制度保驾护航。本次内部创业内部支持制度完善，“运营五虎将”从创业机制（如创始人持股）、产品创新、供应链保障、运营协同、营销支持5大关键领域提供保障，陆续推出《创业相关人员激励办法》《多管店激励办法》《双管门店共享用工薪资方案》等制度，具体内容见下表。
- 2、人才体系贯通+新发展阶段的激励体系建立。公司历史上也曾积极尝试副品牌建设，2020-2021年孵化系列快餐品牌，但最终均效果不佳。核心原因在于彼时主品牌海底捞火锅处于高势能期，团队脱离舒适圈创业动力有限（如师徒制模式下店长收入有较高保障）。而现如今火锅主品牌进入平稳发展期，管理人员为实现薪酬提升（多管店薪酬提升）、内部晋升（多管店意味着更多职位），**新品牌孵化便显得尤为重要，关系着公司新发展阶段的人才晋升通道以及激励体系建立。**
- 3、供应链体系、创业经验的进一步完善。

表：“红石榴计划”系列内部管理架构、制度保障

方面	举措	分析
管理架构	组建苟先生领导下的“运营五虎将”	从创业机制、产品创新、供应链保障、运营协同、营销支持五大领域，聚焦创新创业项目和公司整体发展
	成立创业创新委员会及数字化运营委员会	创业创新委员会职责为 研发创新模式与激励机制 ，数字化运营委员会为 多管店运营模式提供数字系统支持
制度改革	《创业相关人员激励办法》	给予新品牌创始人新品牌的部分股权，如公司公告，焰请烤肉铺子其创始人杨华持有7%的股权
	《多管店激励办法》	允许优秀的店长在管好已有门店的同时，在原有门店附近同时管理其他门店（为避免在都开主品牌，而在有限区域内同质化分流，将鼓励多管副品牌门店）。多管店店长可同时从不同门店获取分红。 在目前店长较难通过新开海底捞火锅门店实现增收的情况下，开辟一条新的增收路径。
	《双管门店共享用工薪资方案》	鼓励员工以“共享员工”形式在公司旗下不同品牌间灵活调度，一方面为员工增收提供新的路径，另一方面也提高了员工的人效

资料来源：海底捞知食局、海底捞党建、公司公告、国信证券经济研究所整理

图：“焰请烤肉铺子”采用创始人持股模式，高管团队均有持股



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

看点3-新品牌：“焰请烤肉铺子” 进入加速发展期，年新增预计50-80家

国信证券
GUOSEN SECURITIES

- 焰请烤肉单店模型测算：年营收约1000万元，净利润率12-14%。VS海底捞火锅门店90-95位服务员，焰请烤肉铺子仅需30-40位员工即可满足要求。且多管店模式下，店长门店的分红比例是边际递减的，进一步降低了人力成本占比。考虑到焰请烤肉铺子的门店面积及单位面积投入（焰请无需安装新风系统）均要小于海底捞火锅，焰请烤肉铺子的现金回收期预计短于海底捞（10月）。
- 烤肉品牌与火锅主业存在较强协同性。烤肉及火锅品类的特点在于“新鲜食材，食客自主烹饪”。海底捞基于火锅运营经验，相对快餐（要求出餐效率）、中式正餐（要求厨师厨艺），切入烤肉赛道更容易适应。在用户画像上，焰请烤肉铺子及海底捞客单价均处在100元价格带，瞄准相同消费力人群，存在会员内部转化可能性。
- 公司加大对焰请资源支持，烤肉品牌年新增预计50-80家。2024年12月9日晚，公司公告对焰请提供第三次财务支持，且额度上限进一步提升至5亿。若以单个门店前期投入200万元简单测算，不考虑门店经营留存收益，可支持焰请烤肉铺子新开出200+家门店，故我们预期公司2025-2027年烤肉品牌年新开50-80家左右。

表：焰请烤肉铺子门店模型测算

	海底捞火锅	焰请烤肉铺子
客单价	101.69	106.43
门店数	1365	12
门店面积（㎡）	800-1200	300-400
单面积支出（元）	9000-10000	4000
门店投入（万元）	760	200
翻台率	~4.2次/天	~3.0次/天
客单价	101	105元
平均每桌人数	2.5	2%
桌数	80-90桌	40-50桌
月营收（万元）	268	89
月食材成本	107	36
月人工成本	80.4	30
月租金		约4%
月能耗		约3%
月摊销		约3%
月营销费用及其他		约2%
月经营利润（万元）	48.24	18.76
OPM	18%	21%
NPM	11%	14%
月净利润（万元）	29	13
现金回收期（月）	10	8-10

资料来源：公司公告、海底捞、焰请烤肉铺子门店、国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 火锅赛道：中餐最大细分赛道，海底捞稳坐头把交椅
- 【 02 】 海底捞：组织架构与时俱进，火锅龙头焕发新生
- 【 03 】 成长展望：火锅主业同店&开店双改善，烤肉品牌确认加速发展
- 【 04 】 投资建议：经营拐点已至，盈利与估值迎双击

盈利预测：2024–2026年归母净利润分别为45.1/50.5/55.6亿元



■ 海底捞盈利预测假设及结论

➢ 收入假设

1、海底捞品牌：1）考虑到海底捞门店仍有加密空间，且加盟加持下稀缺物业资源获取更为便捷，我们预计2024/2025/2026年门店净增速度为-0.4%（系2024H1仍在调整效益不佳门店）/7.3%/7.5%；客单价方面，伴随折扣力度降低叠加消费力渐进复苏，2024–2026年预计触底回升；翻台率，2024–2026年分别为4.1/4.2/4.3次，维持稳中有升假设。

2、烤肉品牌：2025–2026年是烤肉品牌发力扩张期，且门店基数不高前提下预计店效能维持高位，且盈利能力稳中有升（初期布局均为高势能点位）

3、外卖、调味品假设如图中所示。

➢ 成本假设

1、2024–2026年原材料占比分别为39.5%/39.8%/40.2%，预期系受上游原材料成本上升。

2、职工薪酬占比分别33.5%/33.8%/34.0%，伴随门店扩张提速，员工超额储备带来成本占比提升。

3、折旧摊销&租金占比分别为7.5%/7.4%/7.3%，海底捞门店资产折旧摊销到期，带来该项成本占比降低。

➢ 盈利预测小结

2024–2026年，归母净利润分别为45.1/50.5/55.6亿元，同比增0.4%/11.8%/10.2%。

表：海底捞盈利预测

单位：千元	2021重述	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	39,096,727	31,038,634	41,453,348	42,696,948	48,735,599	55,218,876
yoy		-24.5%	33.6%	3.0%	14.1%	13.3%
1) 海底捞餐厅经营	37,546,992	28,942,639	39,266,603	40,347,315	45,506,858	50,988,007
餐厅总数	1,349	1,371	1,374	1,368	1,468	1,578
直营	1,349	1,371	1,374	1,355	1,435	1,520
加盟				13	33	58
yoy		1.6%	0.2%	-0.4%	7.3%	7.5%
人均消费	102.3	104.9	99.1	98.5	103.0	106.5
翻台率	3.0	3.0	3.8	4.1	4.2	4.3
平均店收	2783	2111	2858	2978	3171	3354
yoy				4.2%	6.5%	5.8%
2) 其他餐厅经营	197,709	144,367	346,176	401,348	1,066,176	1,846,176
焰请烤肉铺子有效门店				20	60	120
店收					1200	1250
3) 外卖业务	629,763	1,280,100	1,041,475	1,249,770	1,437,236	1,638,448
yoy				20%	15%	14%
4) 调味品及食材销售	668,358	662,164	788,651	670,353	697,167	718,083
yoy		-3.6%	19.1%	-15.0%	4.0%	3.0%
5) 其他	53,905	9,364	10,443	28,162	28,162	28,162
成本端						
原材料及消耗品	-17,243,286	-12,906,421	-16,946,214	-16,865,295	-19,396,768	-22,197,988
%	-44.1%	-41.6%	-40.9%	-39.5%	-39.8%	-40.20%
职工薪酬	-13,950,233	-10,239,759	-13,039,844	-14,303,478	-16,472,632	-18,774,418
%	-35.7%	-33.0%	-31.5%	-33.5%	-33.8%	-34.0%
水利电开支	-1,385,921	-1,048,000	-1,374,307	-1,366,302	-1,559,539	-1,767,004
%	-3.5%	-3.4%	-3.3%	-3.2%	-3.2%	-3.2%
折旧及摊销+租金	-4,097,070	-3,321,162	-2,945,399	-3,202,271	-3,606,434	-4,030,978
物业租金+折旧及摊销	-11.2%	-11.6%	-8.0%	-7.5%	-7.4%	-7.3%
除税前溢利	-3,070,144	2,117,641	5,833,072	6,009,638	6,718,120	7,406,328
所得税率	5.8%	-22.7%	-22.9%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
净利润(不含少数股东权益)	-3,249,815	1,638,466	4,499,080	4,517,272	5,048,634	5,564,790
yoy	21.9%	150.4%	174.6%	0.4%	11.8%	10.2%
%	-8.3%	5.3%	10.9%	10.6%	10.4%	10.1%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

估值复盘：高增期曾享受80x动态估值，目前估值处历史底部区域

- **估值复盘结论：**我们在2021年5月19日外发的深度报告《餐饮行业报告-深度报告：谁是影响餐饮龙头估值的关键因子？》提及，在连锁餐饮品牌门店高速扩张、同店销售处上升通道时，市场一般会给与对应品牌当期估值溢价，以反映该品牌未来增长的爆发性与确定性。2018-2020年的海底捞正处于同店上行、门店快速扩张的品牌势能上升期，**彼时动态PE估值溢价也高达60-80x**；2021年海底捞提出啄木鸟计划经营计划归于审慎，其后2022年顺利扭亏为盈，2023-2024年持续提升存量门店的经营店效，分红比例也维持高位（2023年分红比例97%），并提出“红石榴计划”寻求新成长曲线，**经营稳定后估值水平于15-20x左右震荡**。

图：海底捞历史动态估值水平复盘



资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

估值思考：红利属性构筑估值底，顺周期属性提供估值弹性



■ 思考1：成熟餐饮品牌的稳定经营现金流，构筑海底捞的估值底

经过啄木鸟计划—硬骨头计划对症下药的调整，海底捞经营效能显著提升，显示出极强的弱势经济环境下的强运营能力。且海底捞持续通过营销出圈保持客群粘性，因此我们相信海底捞在川味火锅赛道的龙头绝对领先地位短期预计不会产生动摇，因此拥有近1350家门店的海底捞餐厅是被市场验证过、具备穿越经济周期能力的稳定现金流品牌，因此在弱势经济环境下，海底捞可被视为较为优秀的红利资产（2024中期分红97%），参考港股红利板块估值情况，我们认为海底捞估值水平较强支撑（最新报告期PE估值，海底捞约16.1x，红利板块平均估值约14.5x）。

表：港股典型红利资产未来成长以及对应估值水平

证券代码	证券名称	上一报告期现金分红比例（%）	最新报告期现金分红比例（%）	上一报告期股息率（%）	最新报告期股息率（%）	PE		EPS	
						最新报告期	最新报告期+1	最新报告期	最新报告期+1
0322.HK	康师傅控股	98.0%	0.0%	6.3%		16.7	15.0	14.5%	12.7%
0220.HK	统一企业中国	109.8%	0.0%	8.4%		13.7	14.8	12.8%	9.1%
9987.HK	百胜中国	27.3%	23.2%	1.3%	1.3%	18.8	17.5	21.7%	7.6%
6186.HK	中国飞鹤	69.3%	0.0%	6.6%		11.8	10.1	10.8%	7.3%
0151.HK	中国旺旺	69.6%	0.0%	5.6%		11.4	10.9	8.8%	5.4%
平均值						14.5	13.7		
6862.HK	海底捞	92.9%	97.4%	5.7%	5.6%	16.1	14.4	10.6%	10.40%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理
注：最新报告期现金分红比例为0%系中报/季报未披露现金分红比例（不排除年报披露分红的可能性）

■ 思考2：餐饮品牌天然顺周期属性，叠加新品牌孵化验证元年，经营拐点往往享受估值溢价

展望2025年，一方面，海底捞仍在积极拓宽消费场景保障翻台率稳定，折扣动作收窄下客单价环比也在回暖；另一方面在供应链加持、高管团队KPI考核驱动下，烤肉品牌也处于爆发前期。因此，海底捞作为典型的聚会宴请场景较多的餐饮品类，在2025年提振内需系列政策拉动下，我们认为从翻台率、客单价到门店扩张、新品牌扩张，均存在与消费力复苏共振的潜在超预期上行空间，这也是公司顺周期弹性所在。

投资建议：火锅主业稳健、新品牌放量成长，建议中线战略配置



投资建议：在中性审慎经营展望下，我们预计2024-2026年归母净利润分别为45.1/50.5/55.6亿元，同比增0.4%/11.8%/10.2%，回顾2023-2024年，海底捞经营性收入利润持续创新高，展现出极强的穿越经济周期属性。展望未来，海底捞火锅主业呈稳健增长态势，稳定的现金流入与股息分派，使得海底捞的红利配置价值凸显，兼顾2025年是烤肉新品牌放量验证的元年，我们暂给与公司**2025年PE估值16-18x**，对应目标市值为**878-987亿港元**，较最新收盘价涨幅空间为**12.4%-26.4%**，维持公司“**优于大市**”评级。如在乐观预期下（翻台率/客单价/门店数均较中性预期上调10%），对应25-26年归母净利润为58.2/71.6亿元，由于餐饮公司具有强顺周期弹性，因而我们建议同步关注公司与消费力复苏共振下的潜在戴维斯双击机会，**建议中线战略配置**。

表：中性与乐观情景下海底捞业绩弹性测算

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
中性预期					
营业收入	31,039	41,453	42,697	48,736	55,219
yoy	-25.0%	34.0%	3.0%	14.1%	13.3%
翻台率	3	3.8	4.1	4.2	4.3
客单价	105	99	98	103	106
yoy	2.5%	-5.5%	-0.6%	4.6%	3.4%
火锅门店数	1,371	1,374	1,368	1,468	1,578
烤肉门店数（有效门店）			20	60	120
归母净利润	1638	4499	4517	5049	5565
yoy		174.6%	0.4%	11.8%	10.2%
%	5.28%	10.85%	10.58%	10.36%	10.08%
乐观预期（翻台率、客单价、门店扩张较中性预期上调10%）					
营业收入	31,039	41,453	44,604	54,194	65,737
yoy	-25%	34%	7.60%	21.50%	22.30%
翻台率	3	3.8	4.1	4.5	4.8
客单价	105	99	98	104	110
yoy		-5.50%	-1.10%	6.50%	5.50%
火锅门店数	1,371	1,374	1,368	1,546	1,747
烤肉门店数（有效门店）			20	120	270
归母净利润	1638	4499	4517	5826	7158
yoy		174.7%	0.4%	29.0%	22.9%
%	5.28%	10.85%	10.13%	10.75%	10.89%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；注：有效门店系能够在全年均贡献收入的门店，即门店开业时点不同，年中开业的门店有效门店数记为0.5家。

- 一、国内宏观经济承压下行，客流、人均消费恢复低于预期
- 二、促消费政策不及预期等。
- 三、行业竞争加剧。
- 四、原材料成本上行。
- 五、并购整合风险、商誉减值风险等。
- 六、扩张速度不及预期等。

表：餐饮板块相对估值

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 EPS (元)				PE			投资评级
股票代码	公司名称		亿元	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
9922. HK	九毛九	3. 68	51. 9	0. 16	0. 21	0. 27	22. 98	17. 51	13. 62	优于大市
9869. HK	海伦司	2. 95	37. 3	0. 12	0. 16	0. 22	24. 56	18. 42	13. 39	优于大市
9987. HK	百胜中国-S	360. 61	1, 369. 1	17. 03	18. 61	20. 20	21. 17	19. 37	17. 86	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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

分析师承诺

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。

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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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