

海底捞 (6862 HK, 买入, 目标价: HK\$19.45)

买入

持有

卖出

预计 2024 营收与利润端低单位数增长；1Q25 经营承压

目标价: HK\$19.45 当前股价: HK\$16.96

股价上行/下行空间 +15%

52 周最高/最低价 (HK\$) 20.90/11.42

市值 (US\$mn) 12,163

当前发行数量(百万股) 5,574

三个月平均日交易额 (US\$mn) 47

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

NP United Holding Ltd 32

ZY NP Ltd. 21

SP NP Ltd. 7

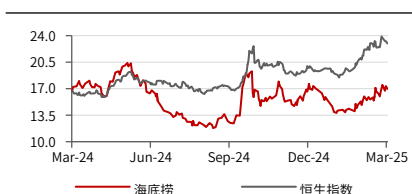
按 2025 年 3 月 13 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	19.45	15.55	25%
2024E EPS (RMB)	0.82	0.81	2%
2025E EPS (RMB)	0.91	0.89	2%
2026E EPS (RMB)	0.96	0.97	-0%

股价表现



资料来源: FactSet

• 我们预计 2024 年营收与利润端均增长低单位数；

• 海底捞 1Q25 经营或面对较大压力；

• 维持买入评级，上调目标价 25%至 19.45 港元，对应 19 倍 2026 年 P/E。

预计 2024 年营收与利润端均为低单位数增长：1) 伴随客流波动，我们预计 24 年 7-8 月海底捞翻台率同比持平，但自 9 月起同比下滑，12 月在高基数下低双位数下降。由此我们预计海底捞 24 年全年翻台率同比提升 4.5%至 3.9 次/天。产品结构升级有望带动海底捞 2H24 客单价小幅上涨，在全年直营门店数量同比减少 10 家（转为加盟模式运营）至 1,364 家的预期下，我们预计海底捞 24 年营收同比增长 4.0%至 431.1 亿元。2) 考虑牛羊肉继续降价，我们预计海底捞 2024 年毛利率同比提升 2.4pcts 至 61.5%，在人工/折旧摊销费用率分别同比+1.5/-0.7pct 的预期下，结合其他收益或亏损科目变动，我们预计海底捞 24 年归母净利润率同比下滑 0.2pct 至 10.7%，对应归母净利润同比增长 2.1%至 45.9 亿元。

1Q25 或面临较大经营压力：1) 考虑错期影响，我们预计海底捞 25 年 1 月翻台率环比小幅提升，但同比持平。其中春节期间表现良好，整体翻台率达~5 次/天，但相比去年春节同期依然出现低单位数下滑；预计 25 年 2 月翻台率环比小幅上升，但同比依然下降，1-2 月整体翻台率同比低单位数下滑。2) 针对海底捞外滩门店近期的舆情，公司给出了令人满意的解决方案，退还 2 月 24 日至 3 月 8 日在上海外滩店消费的 4,109 单顾客餐费，并额外提供 10 倍餐费赔偿，假设平均客单价 120 元且每单 3 人，我们预计赔偿金额介于 1,500-1,800 万元，该笔赔偿将计入当期损益。3) 受去年同期高基数影响，我们预计海底捞 1Q/ 1H25 营收与利润端都将面临较大压力，不排除下滑可能。

我们认为海底捞在“营收稳步增长，盈利能力出众”的发展逻辑不变之下，市值将大概率继续宽幅震荡。我们基于 2026 年直营店数量（1,468 家）、翻台率（3.9 次/天）与客单价（100 元）假设计算 EPS；结合 10-20 倍 P/E，我们预计中性假下市值大概率介于 570-1,141 亿港元，平均值 856 亿港元 vs 当前市值 945 亿港元。

盈利预测与估值：维持买入评级，上调目标价 25%至 19.45 港元，对应 19 倍 2026 年 P/E：我们下调 2024-26 年营收预测 6.5%/ 9.2%/ 10.5%至 431.1/ 448.8/ 468.6 亿元，分别同比增长 4.0%/ 4.1%/ 4.4%；小幅调整归母净利润+2.1%/ +1.6%/ -0.4%至 45.9/ 50.5/ 53.6 亿元，分别同比增长 2.1%/ 10.0%/ 6.1%。我们将估值基准年份切换至 2026 年，并给予海底捞 19 倍 P/E，上调目标价 25%至 19.45 港元，较目前仍有 15%的上升空间。**风险提示：**门店改善效果不及预期；宏观经济下行；原材料涨价；食品安全风险。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (RMBmn)	31,039	41,453	43,106	44,880	46,859
息税前利润 (RMBmn)	2,592	6,185	6,435	7,054	7,475
归母净利润 (RMBmn)	1,374	4,499	4,594	5,052	5,362
每股收益 (RMB)	0.25	0.81	0.82	0.91	0.96
市盈率 (x)	59.8	22.5	17.4	17.6	16.6

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源：Wind，华兴证券

研究团队

姜雪峰, 分析师

证书编号: S1680519070001

电话: +86 21 6015 6632

电邮地址: xfjiang@huaxingsec.com

图表 1: 盈利预测调整表

百万元	调整前			调整后			变动百分比		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营收	46,081	49,410	52,374	43,106	44,880	46,859	-6.5%	-9.2%	-10.5%
毛利润	28,110	30,239	32,105	26,510	27,646	28,912	-5.7%	-8.6%	-9.9%
毛利率	61.0%	61.2%	61%	61.5%	61.6%	61.7%	0.5ppt	0.4ppt	0.4ppt
人工成本	15,299	16,404	17,388	14,225	14,721	15,323	-7.0%	-10.3%	-11.9%
占比	33.2%	33.2%	33.2%	33.0%	32.8%	32.7%	-0.2ppt	-0.4ppt	-0.5ppt
折旧摊销	2,887	3,073	3,171	2,742	2,639	2,757	-5.0%	-14.1%	-13.1%
占比	6.3%	6.2%	6.1%	6.4%	5.9%	5.9%	0.1ppt	-0.3ppt	-0.2ppt
经营利润	6,568	7,164	7,733	6,405	7,019	7,421	-2.5%	-2.0%	-4.0%
经营利润率	14.3%	14.5%	14.8%	14.9%	15.6%	15.8%	0.6ppt	1.1ppts	1.1ppts
归母净利润	4,499	4,974	5,381	4,594	5,052	5,362	2.1%	1.6%	-0.4%
归母净利率	9.8%	10.1%	10.3%	10.7%	11.3%	11.4%	0.9ppt	1.2ppts	1.2ppts
EPS (元)	0.81	0.89	0.97	0.82	0.91	0.96	2.1%	1.6%	-0.4%

资料来源：公司公告，华兴证券

图表 2: 海底捞 2026 年单店营收敏感性分析（翻台率单位：次/天；客单价单位：元/人；单店营收单位：百万元）

2026年单店营收-敏感性分析									
翻台率			-0.15	-0.10	-0.05	0.00	0.05	0.10	0.15
			3.78	3.83	3.88	3.93	3.98	4.03	4.08
客单价	-2.5%	97.4	27.7	28.1	28.4	28.8	29.2	29.5	29.9
	-2.0%	97.9	27.8	28.2	28.6	28.9	29.3	29.7	30.1
	-1.5%	98.4	28.0	28.4	28.7	29.1	29.5	29.8	30.2
	-1.0%	98.9	28.1	28.5	28.9	29.2	29.6	30.0	30.4
	-0.5%	99.4	28.3	28.6	29.0	29.4	29.8	30.1	30.5
	0.0%	99.9	28.4	28.8	29.2	29.5	29.9	30.3	30.7
	0.5%	100.4	28.6	28.9	29.3	29.7	30.1	30.4	30.8
	1.0%	100.9	28.7	29.1	29.5	29.8	30.2	30.6	31.0
	1.5%	101.4	28.8	29.2	29.6	30.0	30.4	30.7	31.1
	2.0%	101.9	29.0	29.4	29.7	30.1	30.5	30.9	31.3
	2.5%	102.4	29.1	29.5	29.9	30.3	30.7	31.0	31.4

资料来源：公司公告，华兴证券

图表 3: 海底捞每股公允价值与总市值敏感性分析

2026年每股公允价值 & 总市值-敏感性分析								
差值（百万元）		-1.8	-1.2	-0.5	0.0	0.5	1.2	1.9
单店营收（百万元）		27.7	28.4	29.0	29.5	30.1	30.7	31.4
差值（百万元）		-961	-972	-766	0.0	771	999	1,010
营业收入（百万元）		44,161	45,122	46,094	46,859	47,631	48,630	49,640
差值		-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%
预计营业利润率		15.2%	15.4%	15.6%	15.8%	16.0%	16.2%	16.4%
差值		-0.6%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%
预计归母净利率		10.8%	11.0%	11.2%	11.4%	11.6%	11.8%	12.0%
差值		-0.10	-0.07	-0.03	0.00	0.03	0.07	0.11
EPS（元）		0.86	0.89	0.93	0.96	0.99	1.03	1.07
每股股价	10倍2026年P/E	9.14	9.51	9.89	10.23	10.58	10.99	11.41
（港元）	20倍2026年P/E	18.28	19.02	19.78	20.47	21.17	21.98	22.82
总市值	10倍2026年P/E	50,937	53,005	55,127	57,040	58,992	61,264	63,593
（百万港元）	20倍2026年P/E	101,873	106,009	110,253	114,079	117,984	122,528	127,186

注：2026 年单店营收预测值选自图 2 中粗体数字。

资料来源：公司公告，华兴证券

图 4: 可比公司相对估值表

股票代码	公司名称	货币单位	现价	市值 (百万)	归母净利润YoY				P/E			
					2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
H股												
9922.HK	九毛九	港元	3.16	4,417	N/A	-46%	58%	21%	N/A	17.2	10.9	9.0
9987.HK	百胜中国	港元	383.80	144,336	87%	10%	5%	9%	53.3	20.9	14.9	13.6
9658.HK	特海国际	港元	18.76	12,200	N/A	49%	33%	27%	N/A	32.1	28.1	18.7
2150.HK	奈雪的茶	港元	1.24	2,117	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	15.6	8.7
9869.HK	海伦司	港元	1.65	2,088	N/A	-26%	21%	48%	N/A	24.2	9.7	7.5
平均					87%	-3%	29%	26%	53.3	23.6	15.9	11.5
6862.HK	海底捞	港元	16.96	94,535	N/A	2%	10%	6%	19.8	19.3	17.6	16.6

注：海底捞、九毛九来自华兴预测，其余来自 Wind 一致预期。

资料来源：Wind，公司公告，华兴证券

附：财务报表

年结: 12月

利润表					现金流量表				
(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E	(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
海底捞餐饮营收	39,267	40,560	41,844	43,286	净利润	4,499	4,594	5,052	5,362
其他餐厅营收	346	450	675	945	折旧摊销	2,945	2,742	2,639	2,757
其他营收	1,841	2,096	2,361	2,628	利息（收入）/支出	0	0	0	0
营业收入	41,453	43,106	44,880	46,859	其他非现金科目	(1,338)	(1,557)	(1,712)	(1,817)
营业成本	(16,946)	(16,596)	(17,234)	(17,947)	其他	338	135	128	124
毛利润	24,507	26,510	27,646	28,912	营运资本变动	1,512	(22)	175	191
管理及销售费用	(19,537)	(20,795)	(21,345)	(22,241)	经营活动产生的现金流量	9,000	7,170	7,715	8,156
息税前利润	6,185	6,435	7,054	7,475	资本支出	(575)	(2,500)	(2,500)	(2,500)
息税折旧及摊销前利润	9,130	9,176	9,693	10,232	收购及投资	0	0	0	0
利息收入	0	0	0	0	处置固定资产及投资	0	0	0	0
利息支出	(351)	(280)	(286)	(291)	其他	(4,366)	(86)	(37)	(49)
税前利润	5,833	6,155	6,768	7,184	投资活动产生的现金流量	(5,311)	(2,586)	(2,537)	(2,549)
所得税	(1,338)	(1,557)	(1,712)	(1,817)	股利支出	(550)	(554)	(4,050)	(4,803)
净利润	4,499	4,594	5,052	5,362	债务筹集（偿还）	(1,924)	(619)	0	0
基本每股收益 (RMB)	0.81	0.82	0.91	0.96	发行（回购）股份	0	0	0	0
					其他	(1,074)	(443)	(510)	(528)
资产负债表					筹资活动产生的现金流量	(3,502)	(1,616)	(4,560)	(5,331)
(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金及现金等价物净增加额	175	2,955	604	263
流动资产	14,907	17,915	18,578	18,909	自由现金流	8,378	4,817	5,369	5,814
货币资金	9,330	12,285	12,889	13,152					
应收账款	2,426	2,525	2,567	2,616	关键假设				
存货	1,075	1,030	1,046	1,064		2023A	2024E	2025E	2026E
其他流动资产	2,076	2,076	2,076	2,076	中国大陆门店数量	1,351	1,340	1,393	1,442
非流动资产	9,770	10,269	10,908	11,462	其他地区门店数量	23	24	25	26
固定资产	3,921	4,613	5,327	5,908					
无形资产	74	74	74	74	财务比率				
商誉	85	85	85	85		2023A	2024E	2025E	2026E
其他	4,778	4,586	4,510	4,483	YoY (%)				
资产	24,677	28,185	29,486	30,370	营业收入	33.6	4.0	4.1	4.4
流动负债	7,242	6,625	6,858	7,115	毛利润	35.2	8.2	4.3	4.6
短期借款	619	0	0	0	息税折旧及摊销前利润	54.4	0.5	5.6	5.6
预收账款	0	0	0	0	净利润	227.3	2.1	10.0	6.1
应付账款	1,859	1,821	1,891	1,969	稀释每股调整收益	227.4	2.3	10.0	6.1
长期借款	0	0	0	0	盈利率 (%)				
非流动负债	5,708	5,889	5,965	6,042	毛利率	59.1	61.5	61.6	61.7
负债	13,160	12,724	13,033	13,367	息税折旧摊销前利润率	22.0	21.3	21.6	21.8
股份	0	0	0	0	息税前利润率	14.9	14.9	15.7	16.0
资本公积	0	0	0	0	净利率	10.9	10.7	11.3	11.4
未分配利润	11,526	15,467	16,455	17,000	净资产收益率	39.0	29.7	30.7	31.5
归属于母公司所有者权益	11,527	15,467	16,455	17,001	总资产收益率	18.2	16.3	17.1	17.7
少数股东权益	(10)	(6)	(2)	3	流动资产比率 (x)				
负债及所有者权益	24,677	28,185	29,486	30,370	流动比率	2.1	2.7	2.7	2.7
					速动比率	1.9	2.5	2.6	2.5
					估值比率 (x)				
					市盈率	22.5	17.4	17.6	16.6
					市净率	8.8	5.2	5.4	5.2
					市销率	2.1	2.1	2.0	1.9

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息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，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。