

# 海底捞 (06862.HK)

## 收入利润再创新高，新品牌孵化继续推进

优于大市

### 核心观点

**2024H2 核心经营利润同比增长 23.9%。**2024 年，公司实现收入 427.6 亿元，同增 3.1%，符合国信此前预期（426.9 亿元）；归母净利润 47.1 亿元，同增 4.6%，超出我们此前预期（45.1 亿元），剔除汇兑损益及税项加计扣除等事项影响，公司核心经营利润 62.3 亿元，同增 18.7%。**2024H2**，公司收入 212.6 亿元，高基数下同比下滑 5.8%；归母净利润 26.7 亿元，同增 19.1%；核心经营利润 34.3 亿元，同增 23.9%，供应链赋能下利润率持续改善。

**翻台率高基数下韧性增长，24H2 门店已恢复净增，跟踪客单价回暖节奏。**

**2024 年**，公司整体翻台率为 4.1 次/天，同比+0.3 次/天，其中一、二、三线及以下、港澳台城市翻台率分别同比+0.2/+0.2/+0.4/+0.1 次/天。2024 年公司整体客单价为 97.5 元，同比-1.6 元，**环比 2024H1 的 97.4 元基本持平**。2024 年底，海底捞门店数合计 1368 家，其中自营/加盟餐厅分别为 1355/13 家，环比 2024 年中期增加 25 家。2024 年同店销售增长 3.6%，其中一、二、三线及以下、港澳台城市分别增长 1.8%/1.6%/6.6%/1.8%。

**费用控制良好，供应链赋能效果显现。**2024 年，毛利率 62.1%/+3.0pct，创上市以来毛利率新高，受益于供应链赋能、部分原材料价格下行及精细化管理减少耗损；职工薪酬占比 33.0%/+1.5pct，主要系人员激励提升；物业租金及折旧摊销占比 7.0%/-1.0pct，系部门分店物业、厂房及设备折旧摊销期结束，租金则保持相对稳定。2024 年，核心经营利润率 14.6%/+1.9pct，归母净利润率 11.0%/+0.1pct，均系上市以来新高。

**“红石榴”加码新品牌孵化，2024 年现金分红率达 95%。**2024 年“红石榴计划”发布加码孵化新品牌，报告期末在营创业项目已有 11 个，包括焰请烤肉铺子（烤肉）、小嗨火锅（原嗨捞火锅）、小嗨爱炸（炸鸡）、火焰官（烤串）、嗨妮牛肉麻辣烫等，其中焰请烤肉拓展积极，年初以来新开超 16 家。公司宣告将派发每股末期股息港币 0.507 元，加上中期股息每股 0.391 港元，全年现金分红合计约人民币 44.72 亿元，分红比例提升至 95%（2023 年为 90%），对应最新收盘价 16.60 亿港元股息率为 5.4%。

**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，食品安全

**投资建议：**2024H2 核心经营利润继续超预期增长，供应链赋能效果持续显现，故我们上调 2025-2026 年归母净利润至 53.8/61.2 亿元（调整方向 +7%/+10%），新增 2027 年预测 69.3 亿元，对应增速 14.4%/13.7%/13.3%，对应 PE 为 16/14/12x。回顾 2024 年，供应链赋能与运营创新加持下核心经营利润持续创新高，海底捞展现出显著的优于餐饮同行的经营 α。展望 2025 年，颇具韧性的火锅主业以及较高的股息率预期构筑公司价值底座，经济复苏背景下的经营 β 也值得期待，且 2025 年是焰请烤肉品牌全国大举扩张元年，看好公司潜在的成长与估值戴维斯双击机会，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	41,453	42,755	48,398	54,690	61,690
(+/-%)	33.6%	3.1%	13.2%	13.0%	12.8%
归母净利润(百万元)	4499	4708	5384	6121	6933
(+/-%)	174.6%	4.6%	14.4%	13.7%	13.3%
每股收益(元)	0.81	0.84	0.97	1.10	1.24
EBIT Margin	12%	12%	12%	12%	12%
净资产收益率 (ROE)	39%	45%	34%	28%	24%
市盈率 (PE)	19	18	16	14	12
EV/EBITDA	2	2	13	12	10
市净率 (PB)	7	8	5	4	3

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：张鲁

010-88005377

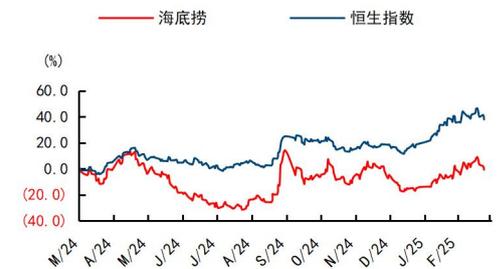
zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	16.60 港元
总市值/流通市值	92528/92528 百万港元
52 周最高价/最低价	19.96/11.09 港元
近 3 个月日均成交额	390.51 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

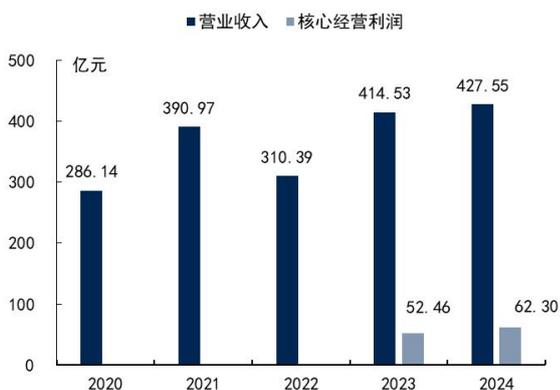
- 《海底捞 (06862.HK) - 火锅主业依旧“热辣滚烫”，烤肉品牌大有可为》——2025-02-04
- 《海底捞 (06862.HK) - 2025 年主品牌同店经营与开店数有望双改善，烤肉品牌确认加速发展》——2024-12-10
- 《海底捞 (06862.HK) - 核心经营利润率维持稳定，“红石榴”计划加码新品牌孵化》——2024-08-31
- 《海底捞 (06862.HK) - 经营呈现逆势高景气度，期待运营端的积极变化》——2024-05-16
- 《海底捞 (06862.HK) - 2023 年业绩点评-下半年翻台率继续回暖，2023 年分红比例提升至 90%》——2024-03-28

2024 年公司实现核心经营利润 (Non-GAAP) 62.30 亿元, 同比增长 18.7%。2024, 公司实现收入 427.55 亿元, 同比增长 3.1%, 符合我们此前预期 (426.90 亿元)。归母净利润 47.08 亿元, 同比增长 4.6%, 超出我们此前预期 (45.07 亿元, 超出约 4.5%)。剔除汇兑损益及税项加计扣除等事项影响, 同口径下 2024 年公司实现核心经营利润 62.30 亿元, 同比增长 18.7%。**2024H2**, 实现收入 212.63 亿元, 高基数下同比下滑 5.8%, 实现归母净利润 26.70 亿元, 同比增长 19.1%, 实现核心经营利润 34.31 亿元, 同比增长 23.9%。

**分业务看, 火锅餐厅主业稳健增长, 其他餐厅及外卖业务占比略有提升, 加盟业务稳步推进。**2024 年, 海底捞餐厅经营收入 403.98 亿元/+2.9%, 占比 95.0%/占比持平, 受益于翻台改善; 其他餐厅 (焰请烤肉铺子等品牌) 经营收入 4.83 亿元/+39.6%, 占比 1.1%/+0.3pct, 红石榴计划稳步推进; 外卖业务收入 12.54 亿元/+20.4%, 占比 2.9%/+0.4pct; 加盟业务, 13 家加盟门店共实现收入 0.17 亿元; 调味品及食材销售收入 5.75 亿元/-27.1%; 其他收入 0.28 亿元/+168.3%。

**分城市看, 下沉市场收入占比略微提升。**一、二、三线及以下、港澳台城市收入占比为 17.7%/38.7%/40.0%/3.6%, 同比分别-0.6pct/-1.0pct/+1.5pct/+0.1pct。

图1: 2018-2024 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: 2018-2024 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

**翻台率表现良好, 跟踪客单价恢复节奏。**1) **客单价端**, 2024 年公司整体客单价为 97.5 元, 同比-1.6 元, 较 2024H1 的 97.4 元基本持平。其中一、二、三线及以下、港澳台城市客单价分别为 104.0/96.9/91.4/199.7 元, 分别同比-1.7/-1.4/-1.4/-3.1 元。2) **翻台率端**, 2024 年公司整体翻台率为 4.1 次/天, 同比+0.3 次/天, 其中一、二、三线及以下、港澳台城市翻台率分别为 4.0/4.1/4.0/4.3 次/天, 分别同比+0.2/+0.2/+0.4/+0.1 次/天。

**海底捞餐厅门店数量环比恢复净增, 副品牌门店扩张稳步推进。**截至 2024 年 12 月 31 日, 公司自营海底捞餐厅数 1355 家, 加盟海底捞餐厅数 13 家, 合计 1368 家, 同比减少 6 家, 环比 2024 年 6 月 30 日新增 25 家。自营门店中, 一、二、三线及以下、港澳台城市门店数量分别为 220/531/581/23 家, 分别同比-12/-7/持平/持平。门店数量略有下滑, 主要系公司调整部分存量门店, 有自营门店转化为加盟店。但公司下半年自营门店净开店数转正, 同时全年新开门店翻台率 4.4 次/天, 仍要高于现有餐厅翻台率 4.1 次/天, 新开门店势头良好, 保持相对稳健的扩张有经营基础。旗下其他品牌餐厅合计有 74 家, 其中焰请烤肉铺子据窄门餐眼数据, 报告期内开出 24 家。从同店数据看, 2024 年同店销售增长 3.6%, 其中一、二、三线及以下、港澳台城市分别增长 1.8%/1.6%/6.6%/1.8%。

图3：2021-2024 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

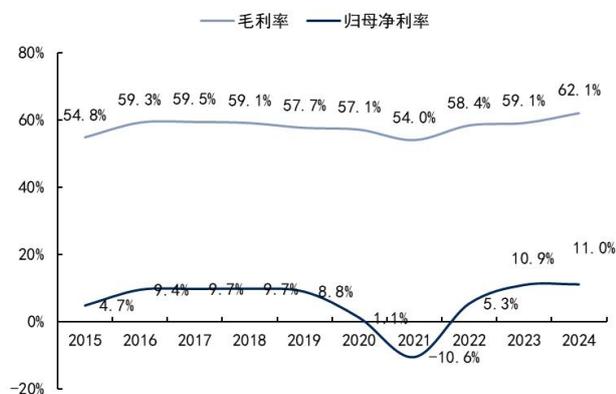
图4：2019-2024 公司各线城市翻台率变动情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**毛利率显著提升，费用控制能力突出。**2024 年全年，公司归母净利润率 11.0%/+0.1pct，为上市以来最优异表现；核心经营利润率 14.6%/+1.9pct，环比也有 1.6pct 的提升。毛利率 62.1%/+3.0pct，继续刷新上市以来毛利率新高数据，主要受益于优异的供应链管理能力和牛羊肉类原材料价格下行及门店精细化管理减少耗损；职工薪酬占比 33.0%/+1.5pct，主要系人员激励提升；物业租金及折旧摊销占比 7.0%/-1.0pct，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5：2015-2024 公司毛利率、归母净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：2015-2024 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，下半年新品牌孵化加速，公司向焰请烤肉铺子提供财务资助助力扩张。**公司 2024 年中期已提出“红石榴计划”，旨在鼓励孵化新品牌。截至报告期末公司在营创业项目已有 11 个，包括焰请烤肉铺子（融合烤肉）、小嗨火锅（原嗨捞火锅）、小嗨爱炸（炸鸡）、火焰官（烤串）、嗨妮牛肉麻辣烫等，2025 年初公司进一步持续探索孵化新曲线，推出从前印象重庆砂锅菜品牌，并进一步探索烘焙领域，旗下 SHUA Bakery 首店围挡于 2025 年 3 月亮相杭州。总体来看，副品牌 2024 年收入贡献占比仍较小，约 1.1%，但焰请烤肉铺子等门店模型已调试相对健康，2024 年 12 月 9 日，公司宣布为西安焰请提供的贷款融资额度上限上调至 5 亿元，我们测算在不考虑门店经营留存收益的基础上，该项贷

款融资可支持焰请烤肉铺子新开出 200 余家门店。

**2024 年全年公司积极回报股东，分红率达 95%。**公司宣告将派发每股末期股息港币 0.507 元，加上中期股息每股 0.391 港元，全年派发每股股息 0.898 港元，合计约人民币 44.72 亿元，分红比例提升至 95%，2024 年全年股息对应 2025 年 3 月 25 日收盘价 16.60 亿港元股息率为 5.4%。展望后续，副品牌加速扩张可能占用现金，但主品牌海底捞餐厅运营已进入相对成熟阶段，引入加盟机制，现金流预计较为健康，综合分析分红比例仍有望保持较高水平。

**投资建议：**2024H2 核心经营利润继续超预期增长，供应链赋能效果持续显现，故我们上调 2025-2026 年归母净利润至 53.8/61.2 亿元（调整方向+7%/+10%），新增 2027 年预测 69.3 亿元，对应增速 14.4%/13.7%/13.3%，对应 PE 为 16/14/12x。回顾 2024 年，供应链赋能与运营创新加持下核心经营利润持续创新高，海底捞展现出显著的优于餐饮同行的经营  $\alpha$ 。展望 2025 年，颇具韧性的火锅主业以及较高的股息率预期构筑公司价值底座，经济复苏背景下的经营  $\beta$  也值得期待，且 2025 年是焰请烤肉品牌全国大举扩张元年，看好公司潜在的成长与估值戴维斯双击机会，维持“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			PE			投资评级
				24E	25E	26E	24E	25E	26E	
9922.HK	九毛九	2.76	38.60	0.16	0.21	0.27	17.26	13.15	10.23	优于大市
6862.HK	海底捞	15.44	860.51	0.84	0.97	1.10	18.38	15.92	14.04	优于大市
9869.HK	海伦司	1.50	18.95	0.11	0.13	0.19	13.61	11.52	-	优于大市
9987.HK	百胜中国	50.35	188.93	2.76	3.10	3.43	18.24	16.24	14.68	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，注：除百胜中国以外，货币单位均为人民币；百胜中国货币单位为美元；海伦司为 wind 一致预期，其余为国信社服预测。

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	6476	7475	11168	14328	17601	营业收入	41453	42755	48398	54690	61690
应收款项	2413	1840	3978	4495	5070	营业成本	16996	17529	19117	21548	24244
存货净额	1075	1061	288	326	367	营业税金及附加	2168	2314	2645	2724	3146
其他流动资产	16	522	0	0	0	销售费用	1644	1425	6292	7110	8063
<b>流动资产合计</b>	<b>14907</b>	<b>13024</b>	<b>17562</b>	<b>21701</b>	<b>26101</b>	管理费用	1277	1855	2140	2647	2749
固定资产	3846	3320	4927	8473	12059	财务费用	(14)	36	58	38	22
无形资产及其他	3411	2952	2314	2076	2338	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	1098	983	983	983	983	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	1414	2502	2502	2552	2602	其他收入	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>24677</b>	<b>22781</b>	<b>28288</b>	<b>35786</b>	<b>44084</b>	营业利润	5257	6624	7167	8149	9230
短期借款及交易性金融负债	680	143	412	277	344	营业外净收支	576	0	0	0	0
应付款项	2805	2602	2703	2653	2678	<b>利润总额</b>	<b>5833</b>	<b>6624</b>	<b>7167</b>	<b>8149</b>	<b>9230</b>
其他流动负债	3757	4359	6235	6555	6847	所得税费用	1338	1924	1792	2037	2308
<b>流动负债合计</b>	<b>7242</b>	<b>7104</b>	<b>6235</b>	<b>6620</b>	<b>6994</b>	少数股东损益	(4)	(8)	(8)	(10)	(11)
长期借款及应付债券	2076	2028	2028	2028	2028	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4499</b>	<b>4708</b>	<b>5384</b>	<b>6121</b>	<b>6933</b>
其他长期负债	3842	3232	4232	5233	6235						
<b>长期负债合计</b>	<b>5918</b>	<b>5260</b>	<b>6260</b>	<b>7261</b>	<b>8263</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>负债合计</b>	<b>13160</b>	<b>12364</b>	<b>12495</b>	<b>13881</b>	<b>15256</b>	净利润	4499	4708	5384	6121	6933
少数股东权益	(10)	(16)	(25)	(34)	(45)	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	11527	10434	15818	21939	28872	折旧摊销	346	492	1131	1212	1352
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>24677</b>	<b>22781</b>	<b>28288</b>	<b>35786</b>	<b>44084</b>	公允价值变动损失	0	0	0	(20)	0
						财务费用	(14)	36	58	38	22
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	营运资本变动	762	(14)	(570)	831	759
每股收益	0.81	0.84	0.97	1.10	1.24	其它	(4)	(8)	(8)	(10)	(11)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>5604</b>	<b>5179</b>	<b>5936</b>	<b>8135</b>	<b>9034</b>
每股净资产	2.07	1.87	2.84	3.94	5.18	资本开支	(4100)	(4200)	(2100)	(4500)	(5200)
ROIC	244%	247%	76%	142%	94%	其它投资现金流	(4166)	2801	(350)	(425)	(511)
ROE	39%	45%	34%	28%	24%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(5163)</b>	<b>2205</b>	<b>(2100)</b>	<b>(4975)</b>	<b>(5761)</b>
毛利率	59%	59%	60%	61%	61%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	12%	12%	12%	12%	负债净变化	(202)	(48)	0	0	0
EBITDA Margin	14%	14%	14%	14%	15%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	34%	3%	13%	13%	13%	其它融资现金流	139	(6287)	(143)	0	0
净利润增长率	175%	5%	14%	14%	13%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(266)</b>	<b>(6384)</b>	<b>(143)</b>	<b>(200)</b>	<b>(300)</b>
资产负债率	53%	54%	44%	39%	35%	现金净变动	175	999	3694	3159	3273
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	6301	6476	7475	11168	14328
P/E	19.0	18.1	15.9	14.0	12.3	货币资金的期末余额	6476	7475	11168	14328	17601
P/B	7.4	8.2	5.4	3.9	3.0	企业自由现金流	2467	2674	2735	2535	2664
EV/EBITDA	2	2	13	12	10	权益自由现金流	2146	2314	2549	2507	2648

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