

2025年4月2日
 海底捞 (6862.HK)

公司动态分析

证券研究报告

餐饮

投资评级: **买入**

维持评级

6个月目标价 **22.3 港元**

股价 2025-4-2 **17.48 港元**

穿越周期，稳健经营

海底捞 2024 年收入 427.55 亿元，同比增长 2.72%；实现净利润 47.08 亿元，同比增长 4.65%。截止 12 月底，门店数量 1355 家，加盟店 13 家，门店总数较 23 年净减少 19 家。我们维持 25/26/27 年净利润为 50.4/53.3/55.3 亿元，对应每 EPS 收益为 0.97/1.02/1.06 港元。维持“买入”评级，上调目标价至 22.3 港元，较当前股价有 27.6% 的上涨空间。

报告摘要

加盟稳步推进。24 年底门店总数为 1355 家，其中加盟店 13 家，加盟模式实施以来，下沉市场展现出强劲需求，超 70% 的加盟申请来自三线及以下城市，其中有不少来自县级城市。全年新开 62 家，闭店及迁址 70 家，门店总数较 23 年净减少 19 家，主要是一二线城市数量略有减少。公司对经营情况不佳的门店积极进行调整或关闭，保持整体门店的良好运作。

翻台率同比提升，客单价止跌回稳。24 年门店整体翻台率为 4.1 次/天，较去年同期提升 7.9%，在行业竞争压力较大的情况下，仍然实现较高的翻台率，经营成果令人赞叹。目前翻台率已经回到 19 年最巅峰时期的 85%，而门店数量较当时增加了 75%。全年客单价 97.5 元，较去年减少 1.6%。上半年客单价 97.4 元，下半年较上半年环比提升 0.3 元，所以定价已经企稳。行业开始通过提供差异化的产品，而不是单纯打价格战吸引顾客，价格下跌的趋势得到缓解。同店收入同比增长 3.6%，销售情况有平稳增长。

核心净利润增长，利润率提升。全年核心净利润（主要剔除汇率、利息和所得税的影响）为 62.3 亿，同比增长 18.7%，核心利润率为 14.6%，同比提升 1.9pct。各项费用各有增减，毛利率 62.1%/+3.0pct，主要是原材料成本下降带来；薪酬占比 33%/+1.5pct，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 4.3%/-1.1pct，主要是部分餐厅折旧完毕，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%，同比持平；其他开支占比 4.4%/+0.5pct，主要是营销活动、外卖推广及支持费用增加。综合来看核心净利润和核心净利率同比均有明显提升。

红石榴计划，孵化二次增长曲线。截至 2024 年末，「红石榴计划」已孵化和发展了 11 个子品牌，覆盖正餐、简餐、快餐等不同消费场景。从创业机制入手，以优化激励措施和提报流程等方式，鼓励更多骨干投身「红石榴计划」。与「双管店」、「多管店」模式结合，实现优秀人才共享。新孵化的品牌包括“焰请·烤肉铺子”、“火焰官”、“小嗨火锅”等 11 个餐饮品牌共计 74 家门店。2024 年，其他餐厅收入 4.8 亿元，同比增长 39.6%。

持续高分红策略。海底捞派发期末股息 0.507 港元，加上中期股息合计 0.898 港元，派息率 95%，股息率 5%。公司目前有息借款 21.7 亿，现金及理财 104 亿，资产负债率 54%，大部分是经营杠杆，公司财务状况稳健。

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，公司证明自己具备穿越周期的能力。我们维持 25/26/27 年净利润为 50.4/53.3/55.3 亿元，对应每 EPS 收益为 0.97/1.02/1.06 港元。维持“买入”评级，上调目标价至 22.3 港元，较当前股价有 27.6% 的上涨空间。

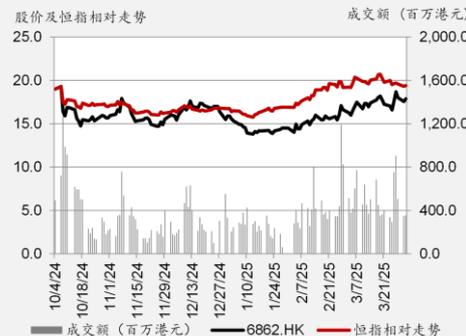
(转下页...)

总市值(亿港元)	996.63
流通市值(亿港元)	996.63
总股本(亿股)	55.74
流通股本(亿股)	55.74
12个月低/高(港元)	13.4/18.9
平均成交(百万港元)	4.05

股东结构 (截止 2024-6-30)

张勇和舒平	60.4%
施永宏和李海燕	9.6%
其他股东	30.0%
总计	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	6.42	-3.23	-30.97
绝对收益	7.58	12.45	9.33

数据来源: 彭博、港交所、公司

曹莹 消费行业分析师

gloriacao@sdicsi.com.hk

财务及估值摘要

人民币百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	31,039	41,453	42,755	44,027	45,775	47,522
增长率(%)		33.55%	3.14%	2.98%	3.97%	3.82%
净利润	1,639	4,495	4,700	5,037	5,326	5,532
增长率(%)		174.28%	4.56%	7.17%	5.73%	3.88%
毛利率(%)	58.42%	59.12%	62.08%	62.11%	62.11%	62.11%
净利润率(%)	5.28%	10.84%	10.99%	11.44%	11.63%	11.64%
每股收益(港元)	0.31	0.86	0.90	0.97	1.02	1.06
每股净资产(港元)	1.43	2.21	2.00	2.11	2.26	2.41
市盈率	55.5	20.2	19.3	18.1	17.1	16.5
市净率	12.2	7.9	8.7	8.3	7.7	7.3
股息率(%)	0.5%	4.8%	4.3%	4.3%	4.6%	4.8%
净资产收益率(%)	21.31%	47.39%	42.86%	47.03%	46.72%	45.48%

数据来源：公司资料，国证国际预测

1. 财务报表预测

图表 1: 盈利预测

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
门店数量	1,371	1,374	1,355	1,395	1,435	1,475
一线城市	234	232	220	226	233	239
二线城市	538	538	531	547	562	578
三线及以下城市	577	581	581	598	615	632
内地以外城市	22	23	23	24	24	25
新增门店		3	-19	40	40	40
单店收入 (百万元)	20.6	28.7	29.7	30.2	30.5	30.8
一线城市	21.4	30.9	31.7	32.0	32.3	32.6
二线城市	21.4	29.0	29.4	29.8	30.1	30.4
三线及以下城市	20.2	26.2	27.8	28.6	28.8	29.1
内地以外城市	15.2	60.9	62.9	62.8	64.1	65.5
人民币百万						
主营业务收入	31,039	41,453	42,755	44,027	45,775	47,522
YoY		33.6%	3.1%	3.0%	4.0%	3.8%
原材料及消耗品	-12,906	-16,946	-16,211	-16,683	-17,344	-18,005
毛利	18,133	24,507	26,544	27,344	28,431	29,517
毛利率	58.4%	59.1%	62.1%	62.1%	62.1%	62.1%
其他收入	496	941	636	654	680	705
占收入比例	1.6%	2.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
职工薪酬	-10,240	-13,040	-14,113	-14,526	-15,102	-15,677
占收入比例	-33.0%	-31.5%	-33.0%	-33.0%	-33.0%	-33.0%
租金物业相关费用	-1,309	-1,310	-1,365	-1,406	-1,461	-1,517
占收入比例	-4.2%	-3.2%	-3.2%	-3.2%	-3.2%	-3.2%
其他门店层面费用	-3,608	-3,616	-3,298	-3,174	-3,185	-3,306
占收入比例	-11.6%	-8.7%	-7.7%	-7.2%	-7.0%	-7.0%
其他费用	-1,506	-1,815	-2,121	-2,185	-2,271	-2,358
占收入比例	-4.9%	-4.4%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
财务费用	-201	-107	-61	-52	-52	-52
占收入比例	-0.6%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
其他收入/支出	353	273	404	54	54	54
占收入比例	1.1%	0.7%	0.9%	0.1%	0.1%	0.1%
关停门店损失	-	-	-	-	-	-
占收入比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
除税前溢利	2,119	5,833	6,624	6,710	7,093	7,367
所得税	-480	-1,338	-1,924	-1,672	-1,767	-1,835
所得税率	22.7%	22.9%	29.0%	24.9%	24.9%	24.9%
净利润(含少数股东权益)	1,639	4,495	4,700	5,037	5,326	5,532
净利率	5.3%	10.8%	11.0%	11.4%	11.6%	11.6%
少数股东损益	-1	-4	-8	-	-	-
净利润(不含少数股东权益)	1,640	4,499	4,708	5,037	5,326	5,532
EPS (港元)	0.31	0.86	0.90	0.97	1.02	1.06
市盈率(倍)	55.5	20.2	19.3	18.1	17.1	16.5

数据来源: iFind资讯, 国证国际预测

2. 估值分析

我们采用可比公司和 DCF 两种方法进行估值。

我们选取了港股和 A 股中啤酒相关公司作为可比公司。2025 年预测 PE 的平均值在 34.5x。考虑海底捞的行业地位、增长前景和目前消费板块普遍低估的现状, 我们给与 22x PE。2025 年预测 EPS 为 0.97 港元, 对应股价测算为 21.3 港元。

用 DCF 方式估算时，我们给予 WACC 为 8.0%，同时，长期给予 2% 的增速。合理市值为 1300 亿港元，对应价格为 23.3 港元。

综合可比公司和 DCF 的估值，我们认为公司目标价为 22.3 港元，较最新的收盘价有 27% 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	2024A	2025E	2026E	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E
九毛九	9922.HK	40	HKD	0.5	4.9	0.6	2.2	2.7	75.4	8.2	66.5	18.3	14.9
yoy				-86%	820%	-88%	263%	23%					
百胜中国	9987.HK	1,540	HKD	34.4	64.4	70.9	74.6	81.1	44.8	23.9	21.7	20.7	19.0
yoy				-55%	87%	10%	5%	9%					
达势股份	1405.HK	136	HKD	-2.4	-0.3	0.6	1.3	2.5		226.8	105.7	54.9	
yoy				N/A	N/A	N/A	115%	93%					
大家乐集团	0341.HK	43	HKD	0.2	1.1	3.3	2.9	3.4	204.8	39.4	13.1	14.9	12.7
yoy				-94%	420%	199%	-12%	17%					
全聚德	002186.SZ	33	CNY	-2.8	0.6	0.7	1.0	1.2		55.2	46.6	32.2	26.9
yoy				N/A	N/A	18%	45%	19%					
广州酒家	603043.SH	90	CNY	5.2	5.5	4.9	5.8	6.5	17.3	16.4	18.3	15.5	13.8
yoy				-7%	6%	-10%	18%	13%					
平均估值									85.6	28.6	65.5	34.5	23.7

注：时间截止 2025/4/2，预测值为 iFind 一致预测
资料来源：iFind，国证国际证券研究

图表 3: 可比估值法下目标价的敏感性分析

		2025年EPS				
		0.78	0.87	0.97	1.06	1.17
PE	16.0	12.5	13.9	15.5	17.0	18.7
	19.0	14.9	16.5	18.4	20.2	22.2
	22.0	17.2	19.1	21.3	23.4	25.7
	25.0	19.6	21.8	24.2	26.6	29.3
	28.0	21.9	24.4	27.1	29.8	32.8

数据来源：公司年报，国证国际研究预测

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	实际	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	42,755	44,027	45,775	47,522						
增长率%		33.6%	3.1%	3.0%	4.0%	3.8%						
EBIT	2,593	6,185	6,899	6,981	7,373	7,656						
增长率%		138.5%	11.5%	1.2%	5.6%	3.8%						
EBIT率%	8.4%	14.9%	16.1%	15.9%	16.1%	16.1%						
有效税率%	22.7%	22.9%	29.0%	24.9%	24.9%	24.9%						
EBIT x (1-有效税率)	2,006	4,766	4,895	5,241	5,536	5,749						
+ 折旧	2,560	2,242	1,832	1,665	1,617	1,678						
- 租赁利息	-273	-245	-213	-220	-228	-237						
+ 营运资金变动	516	1,358	472	102	107	106						
- 资本支出	-736	-595	-462	-540	-544	-548						
自由现金流, FCF	4,072	7,526	6,524	6,249	6,487	6,749	6,884	7,022	7,162	7,306	7,452	7,601
增长率%	#REF!	84.8%	-13.3%	-4.2%	3.8%	4.0%	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	0.9259	0.8573	0.7938	0.7350	0.6806	0.6302	0.5835	0.5403	0.5002
FCF现值			6,524	5,786	5,562	5,358	5,060	4,779	4,514	4,263	4,026	3,802
FY2025-33 FCF现值总额					49,673							
永续期价值现值					64,639							
企业价值					114,313							
加: 净现金					7,221							
减: 少数股东权益					-							
DCF估值(HKD 000)					130,048							
假设:												
WACC					8.0%							
短期增长率					2.0%							
永续增长率					2.0%							

数据来源：iFind资讯，国证国际预测

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。

附表：财务报表预测
资产负债表

人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等值项目	9,330	7,475	8,761	10,309	11,978
应收、预付及其他应收	2,426	1,791	1,844	1,918	1,991
存货	1,075	1,061	1,099	1,142	1,186
其他流动资产	2,076	2,697	2,697	2,697	2,697
流动资产总额	14,907	13,024	14,402	16,066	17,851
物业、厂房及设备	3,921	3,320	2,136	1,063	-68
使用权资产	3,461	3,019	2,671	2,294	1,886
租金按金	196	174	174	174	174
无形资产	74	52	52	52	52
商誉	85	85	85	85	85
于联营及合营企业投资	304	180	180	180	180
递延税项资产	617	603	603	603	603
其他非流动资产	1,113	2,324	2,324	2,324	2,324
非流动资产总额	9,770	9,757	8,225	6,774	5,236
总资产	24,677	22,781	22,626	22,840	23,088
贸易应付款项	1,859	1,796	1,881	1,956	2,030
其他应付及合同负债	3,354	3,640	3,748	3,897	4,046
短期有息债务	636	98	71	51	37
应付即期税项	423	665	665	665	665
租赁负债	933	889	812	728	637
其他流动负债	36	16	16	16	16
流动负债总额	7,242	7,104	7,193	7,313	7,431
长期有息债务	2,076	2,028	1,469	1,064	771
租赁负债-非流动	3,615	3,109	2,838	2,545	2,228
递延收入-非流动负债	-	-	-	-	-
递延税负债	210	106	106	106	106
其他	17	17	17	17	17
非流动负债总额	5,918	5,260	4,430	3,732	3,122
总负债	13,160	12,364	11,623	11,045	10,553
股本	0	-	-	-	-
储备	11,526	10,434	11,003	11,795	12,534
少数股东权益	-	-	-	-	-
总股东权益	11,517	10,417	11,003	11,795	12,534

现金流量表

人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
息税前利润	6,185	6,899	6,981	7,373	7,656
所得税	-980	-1,924	-1,672	-1,767	-1,835
营运资本变动	1,358	472	102	107	106
折旧及摊销	2,946	2,559	2,413	2,394	2,485
其他	-509	-	-	-	-
经营性现金流净额	9,000	8,006	7,823	8,106	8,413
资本开支	-595	-462	-540	-544	-548
其他	-4,716	-	-	-	-
投资性现金流净额	-5,311	-462	-540	-544	-548
新发股份	-	-	-	-	-
支付股息	-554	-4,163	-4,469	-4,534	-4,793
新增债务	-1,980	-586	-586	-424	-307
利息支出	-88	-61	-52	-52	-52
租赁利息	-881	-940	-968	-1,006	-1,044
其他	1	-	-	-	-
筹资性现金流净额	-3,502	-5,750	-6,074	-6,016	-6,196
现金净变动	187	1,793	1,210	1,547	1,669
现金期初余额	6,621	9,330	7,475	8,761	10,309
现金期末余额	6,808	11,123	8,685	10,309	11,978

数据来源：iFind资讯，国证国际预测

利润表

人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	41,453	42,755	44,027	45,775	47,522
原材料及消耗品	-16,946	-16,211	-16,683	-17,344	-18,005
其他收入	39,267	40,398	41,390	43,031	44,669
毛利	24,507	26,544	27,344	28,431	29,517
职工薪酬	-13,040	-14,113	-14,526	-15,102	-15,677
租金物业相关费用	-1,310	-1,365	-1,406	-1,461	-1,517
其他门店层面费用	-3,616	-3,298	-3,174	-3,185	-3,306
门店经营利润	6,541	7,767	8,239	8,683	9,017
其他费用	-1,815	-2,121	-2,185	-2,271	-2,358
财务费用	-107	-61	-52	-52	-52
其他收入/支出	273	404	54	54	54
除税前利润	5,833	6,624	6,710	7,093	7,367
所得税	-1,338	-1,924	-1,672	-1,767	-1,835
净利润	4,495	4,700	5,037	5,326	5,532
归属母公司净利润	4,499	4,708	5,037	5,326	5,532
EPS (港元)	0.86	0.90	0.97	1.02	1.06
EBITDA	8,426	8,731	8,646	8,990	9,334

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
同比增长率:					
营业收入增长率 (%)		3.1%	3.0%	4.0%	3.8%
除税前利润增长率 (%)		13.6%	1.3%	5.7%	3.9%
净利润增长率 (%)		4.6%	7.2%	5.7%	3.9%
盈利能力:					
毛利率 (%)	59.1%	62.1%	62.1%	62.1%	62.1%
净利率 (%)	10.8%	11.0%	11.4%	11.6%	11.6%
ROE (%)	47.4%	42.9%	47.0%	46.7%	45.5%
偿债能力:					
资产负债率 (%)	53.3%	54.3%	51.4%	48.4%	45.7%
流动比率 (x)	2.06	1.83	2.00	2.20	2.40
利息覆盖倍数 (x)	78.95	142.34	167.47	174.12	180.79
营运能力:					
存货周转天数	24	24	24	24	24
应收账款周转天数	18	15	15	15	15
应付账款周转天数	34	41	41	41	41
每股资料:					
EPS (港元)	0.86	0.90	0.97	1.02	1.06
BPS (港元)	2.21	2.00	2.11	2.26	2.41
每股经营现金 (港元)	1.73	1.54	1.50	1.56	1.62
估值比率:					
PE	20.24	19.34	18.08	17.10	16.46
PB	7.91	8.74	8.28	7.72	7.26

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，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国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。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。国证国际，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、意见及推测反映国证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。国证国际，其母公司或任何其他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或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。

国证国际及其高级职员、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。国证国际，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至日本、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)，国证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。

收件人应注意国证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，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证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。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

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。
- 国证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。

国证国际证券(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