

特海国际 (9658.HK/HDL.US): 长期门店扩张空间依旧, 但短期利润率与客单价承压; 下调至“持有”评级

特海国际 1Q25 净利润大幅低于预期, 主要是由于公司短期员工费用率大幅上升, 导致利润率同比下滑。尽管我们依然看好公司长期门店拓展的空间, 但开店空间释放的速度慢于预期, 因此公司短期的利润率以及股价大概率都将继续承压。基于当前较高的估值水平以及较弱的市场情绪, 我们将公司港股与美股都下调至“持有”评级。

- **2025 年利润率可能持续承压:** 为了增强员工满意度, 从而更好地激励员工, 公司在 1Q25 加强了对员工福利的投入。这导致 1Q25 的员工费用占收入的比例大幅上升 1.4ppt 至 35.3%, 其他费用占收入的比例大幅上升, 核心经营利润率同比大幅下降 2.8ppt。管理层表示加大员工福利的举措将在 2025 年后几个季度维持, 并强调公司短期将聚焦客户粘性以及翻台率的稳定, 不会过于关注利润率的表现。这很可能会导致 2025 年全年的利润率持续承压。
- **翻台率有望保持稳定, 但客单价有下行压力:** 公司 1Q25 的翻台率为 3.9x, 同比和环比都持平。分区域来看, 东南亚保持稳定, 东亚有所提升, 而北美有所下滑。公司在未来几个季度可能将致力于东南亚翻台率的提升。然而, 1Q25 的客单价为 24.2 美元, 同比和环比都录得较大幅度的下滑, 主要是由于公司为了增强产品性价比, 策略性地调整了价格。这也部分导致 1Q25 毛利率同比下降 0.5ppt。管理层表示公司 4 月基本维持 1Q25 翻台率与客单价的趋势。
- **开店空间依然较大, 但释放速度较慢:** 公司 1Q25 新开 4 家门店 (分布在日本、马来西亚、澳大利亚与菲律宾), 但也关闭了 3 家低效门店。公司目前已签约但尚未开始运营的门店数达到双位数。我们预计公司 2025 年新开门店数有望达到 15 家以上 (预计一半在东南亚), 净开门店数有望达到 10 家 (2024 年净开 7 家)。我们依然相信公司在海外有巨大的拓店空间, 但由于公司对于新开店的选址较为谨慎, 同时海外拓店的周期较长, 这将导致开店空间释放速度较慢。
- **短期估值过高, 缺乏性价比:** 由于客单价与利润率短期都面临挑战, 我们大幅下调了公司 2025/2026 年的盈利预测。公司港股与美股目前的股价基本都交易在 40x2025 P/E 和 13xEV/EBITDA 左右, 估值性价比比较低。基于 13.0x 2025 EV/EBITDA (略高于海底捞 (6862.HK) 的目标估值水平, 我们维持特海港股 (9658.HK) 目标价 16.6 港元, 以及美股 (HDL.US) 目标价 21.3 美元不变。
- **投资风险:** 行业竞争加剧; 海底捞品牌力下降; 人工成本大幅上升。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	686	778	851	953	1,068
同比变动 (%)	23.0%	13.4%	9.3%	12.0%	12.1%
归母净利润	26	22	33	44	57
同比变动 (%)	-162.2%	-15.0%	52.5%	32.2%	30.5%
PE(x)- H 股	34.4	26.2	39.1	29.6	22.7
PE(x)- US	n.a.	27.5	41.1	31.1	23.8
ROE (%)	10.0%	6.9%	8.8%	10.5%	12.3%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闲嘉

首席消费分析师
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费分析师
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2025 年 5 月 23 日

特海国际 (9658.HK)

目标价 (港元)	16.6
潜在升幅/降幅	+6.4%
目前股价 (港元)	15.6
52 周内股价区间 (港元)	10.9-24.1
总市值 (百万港元)	10,145
近 3 月日均成交额 (百万港元)	18.9

注: 截至 2025 年 5 月 23 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

特海国际 (HDL.US)

目标价 (美元)	21.3
潜在升幅/降幅	+1.4%
目前股价 (美元)	21.0
52 周内股价区间 (美元)	13.9-30.0
总市值 (百万美元)	1,366
近 3 月日均成交额 (百万美元)	0.1

注: 截至 2025 年 5 月 22 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 特海国际

利润表

(百万美元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	686	778	851	953	1,068
同比	23.0%	13.4%	9.3%	12.0%	12.1%
营业成本	-235	-258	-286	-320	-359
毛利润	452	521	565	633	709
毛利率	65.8%	66.9%	66.4%	66.4%	66.4%
员工费用	-226	-259	-292	-325	-361
租金费用	-61	-65	-74	-82	-89
能源费用	-26	-28	-31	-35	-39
折旧与摊销	-43	-44	-45	-47	-51
其他费用	-70	-80	-90	-97	-105
其他收入	5	2	4	4	4
经营利润	30	47	38	52	69
经营利润率	4.4%	6.0%	4.5%	5.4%	6.4%
财务费用	2	5	4	5	6
其他收益或支出	1	-18	3	3	3
税前盈利	33	33	45	59	78
所得税	-8	-12	-12	-15	-20
所得税率	23.7%	35.6%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润	25	21	33	44	57
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	26	22	33	44	57
归母净利率	3.7%	2.8%	3.9%	4.6%	5.4%
同比	-162.2%	-15.0%	52.5%	32.2%	30.5%

资产负债表

(百万美元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金及存款	160	160	261	319	398
应收票据及应收账款	18	18	15	18	20
预付款项	11	11	16	16	16
存货	30	30	32	34	38
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产合计	219	219	323	387	473
固定资产	169	169	152	157	161
使用权资产	168	168	186	171	153
无形资产	0	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	0
递延所得税资产	2	2	4	4	4
租金保证金	17	17	17	17	17
其他非流动资产	2	2	2	2	2
非流动资产合计	358	358	361	352	337
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	69	69	69	74	79
关联方贷款	1	1	1	1	1
租赁负债	39	39	41	41	41
应交税费	10	10	5	5	5
合同负债	8	8	10	10	10
其他流动负债	2	2	2	2	2
流动负债合计	129	129	129	134	138
递延所得税负债	1	1	8	8	8
租赁负债	164	164	171	187	210
长期借款	0	0	0	0	0
合同负债	3	3	3	3	3
其他非流动负债	8	8	12	12	12
非流动负债合计	176	176	194	210	233
股本	0	0	0	0	0
储备	270	270	360	393	437
少数股东权益	2	2	2	2	2
所有者权益合计	272	272	362	395	439

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万美元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
税前盈利	33	33	45	59	78
折旧与摊销	79	81	89	95	103
财务费用	8	9	0	0	0
固定资产抛售损失	1	1	0	0	0
减值准备	-8	0	0	0	0
存货的减少	-4	-2	-2	-4	-5
经营性应收项目的减少	-8	-1	-3	-2	-2
经营性应付项目的增加	2	-4	5	4	5
应付第三方款项	0	0	0	0	0
税金	-9	-12	-12	-15	-20
其他	20	14	-4	-5	-6
经营活动产生的现金流量净额	114	120	118	132	152
资本开支	-31	-35	-80	-80	-80
金融性资产减少	2	3	0	0	0
财务收入	1	4	4	5	6
受限制存款变化	1	0	0	0	0
其他	16	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-12	-28	-76	-75	-74
吸收投资收到的现金	0	56	0	0	0
取得借款收到的现金	-1	0	0	0	0
财务支出	0	0	0	0	0
租赁性负债增加	-43	-44	16	23	29
其他	0	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-44	13	16	22	29
外汇损失	1	-3	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	58	105	58	80	107
期初现金及现金等价物余额	94	153	255	313	392
期末现金及现金等价物余额	153	255	313	392	499

财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (美元)					
摊薄每股收益	0.06	0.08	0.05	0.07	0.09
每股销售额	1.23	1.35	1.31	1.47	1.64
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同比变动					
收入	23.0%	13.4%	9.3%	12.0%	12.1%
经营溢利	n.m.	53.1%	-18.0%	35.5%	32.7%
归母净利润	-162.2%	-15.0%	52.5%	32.2%	30.5%
费用与利润率					
毛利率	65.8%	66.9%	66.4%	66.4%	66.4%
经营利润率	4.4%	6.0%	4.5%	5.4%	6.4%
归母净利率	3.7%	2.8%	3.9%	4.6%	5.4%
回报率					
平均股本回报率	10.0%	6.9%	8.8%	10.5%	12.3%
平均资产回报率	4.4%	3.7%	4.9%	5.9%	7.1%
资产效率					
应收账款周转天数	7.4	7.8	7.8	7.8	7.8
库存周转天数	43.3	43.4	43.4	43.4	43.4
应付账款周转天数	51.9	46.1	46.1	46.1	46.1
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.7	1.7	2.5	2.9	3.4
速动比率 (x)	1.5	1.5	2.3	2.6	3.1
现金比率 (x)	1.2	1.2	2.0	2.4	2.9
负债/ 权益	112.0%	112.0%	89.2%	87.1%	84.5%
估值					
市盈率 (x) -H	34.4	26.2	39.1	29.6	22.7
市盈率 (x) - US	36.1	27.5	41.1	31.1	23.8
企业价值 / EBITDA (x)	15.7	12.3	12.7	9.9	7.3

图表 2：特海国际 1Q25 经营情况

(百万美元)	1Q24	1Q25	YoY
收入	188	198	5%
原材料成本	-63	-67	7%
毛利	125	131	5%
毛利率	66.5%	66.0%	
人工成本	-64	-70	10%
人工成本占收入比例	33.9%	35.3%	
租金成本	-4	-6	26%
租金成本占收入比例	2.4%	2.8%	
折旧及摊销费用	-20	-20	-3%
折旧及摊销占收入比例	10.9%	10.1%	
水电费用	-7	-7	1%
差旅费用	-1	-2	10%
上市费用	-1	0	-100%
其他费用	-15	-20	27%
核心经营收入	12	7	-40%
核心经营收入比例	6.4%	3.6%	
其他收入	1	3	204%
其他收益/亏损	-12	8	n.m.
财务支出	-2	-3	38%
税前收入	-1	15	n.m.
所得税	-3	-3	7%
净利润	-5	12	n.m.
净利润率	-2.4%	6.0%	
少数股东权益	0	0	n.a.
归母净利润	-5	12	n.m.
归母净利润率	-2.4%	6.0%	

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

图表 3: SPDBI 财务预测变动: 特海国际 (9658.HK/HDL.US)

(百万美元)	2025E	2026E	2027E
营业收入			
旧预测	951	1,124	n.a.
新预测	851	953	1,068
变动	-10.6%	-15.2%	n.a
归母净利润			
旧预测	67	94	n.a
新预测	33	44	57
变动	-50.6%	-53.0%	n.a

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 特海国际 (9658.HK)



注: 截至 2025 年 5 月 23 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 特海国际 (HDL.US)



注: 截至 2025 年 5 月 22 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	15.1	持有	17.66	2025 年 3 月 29 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	93.4	买入	118.8	2025 年 4 月 10 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.5	买入	0.70	2025 年 3 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	2.80	买入	3.60	2025 年 5 月 22 日	运动服饰零售
YUMC.US Equity	百胜中国	46.7	买入	61.5	2025 年 5 月 1 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	332.6	买入	479.7	2025 年 5 月 1 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	15.1	买入	20.3	2025 年 4 月 14 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	15.6	持有	16.6	2025 年 5 月 23 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	21.0	持有	21.3	2025 年 5 月 23 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.4	持有	2.81	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	34.2	买入	43.2	2025 年 5 月 2 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	25.0	买入	34.3	2025 年 3 月 18 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	56.7	买入	69.2	2025 年 4 月 7 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	7.8	持有	9.2	2025 年 5 月 8 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	53.4	买入	72.6	2025 年 4 月 1 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	72.0	持有	81.4	2025 年 4 月 1 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	30.6	持有	32.1	2024 年 10 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	17.7	买入	23.0	2025 年 3 月 27 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.3	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.9	买入	6.65	2025 年 4 月 1 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	1.9	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	26.5	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	5.8	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	219.8	买入	205.7	2025 年 3 月 26 日	新零售
6181.HK Equity	老铺黄金	826.5	买入	857.0	2025 年 5 月 12 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	91.3	买入	115.0	2025 年 4 月 28 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	76.7	买入	82.2	2025 年 3 月 27 日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	66.8	买入	55.0	2025 年 3 月 23 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	50.7	持有	52.2	2025 年 2 月 4 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	44.0	持有	39.1	2025 年 4 月 29 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	32.9	买入	41.1	2025 年 5 月 23 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	27.9	买入	32.9	2024 年 11 月 27 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	35.5	买入	41.1	2024 年 11 月 27 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	23.2	持有	28.1	2024 年 11 月 3 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	14.7	持有	14.8	2025 年 3 月 31 日	酒店
9961.HK Equity	携程集团	487.6	买入	610.6	2025 年 5 月 22 日	线上旅游
TCOM.US Equity	携程集团	61.1	买入	78.0	2025 年 5 月 22 日	线上旅游
780.HK Equity	同程旅行	20.5	买入	26.6	2025 年 5 月 22 日	线上旅游

注: 美股截至 2025 年 5 月 22 日收盘价, A 股和港股截至 2025 年 5 月 23 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

