

海底捞 (06862.HK)

“红石榴”创新效果显现，维持高比例现金分红

优于大市

核心观点

2025H1 核心经营利润同降 14%。2025H1，公司营收 207.0 亿元/-3.7%；核心经营利润 24.1 亿元/-14.0%；归母净利润 17.6 亿元/-13.7%。**分业务看**，火锅主业收入 185.8 亿元/-9.0%，收入占比 89.7%；外卖业务收入 9.3 亿元/+59.6%，成为第二大收入来源、收入占比达 4.5%，其中海底捞下饭菜增长明显、外卖收入占比超 55%；其他餐厅业务收入 6.0 亿元/+227.0%，收入占比 2.9%；调味品及食材销售收入 4.6 亿元/+55.0%，系向加盟商销售食材贡献，收入占比 2.2%；加盟业务实现收入 9085 万元，同比+227.0%。

同店面临翻台基数压力，客单价触底回暖。1) 同店收入方面，2025H1，同店收入同比-9.9%，同店翻台为 3.8 次/-9.5%。2) 客单价方面，2025H1 公司整体客单价为 97.9 元/+0.5%，其中一线/二线/三线及以下/港澳台城市客单价分别为 105.2/96.9/91.6/205.8 元，分别同比+1.1%/+0.1%/+0.2%/+4.1%，各线城市同比均有回暖；3) 翻台率方面，2025H1，整体翻台率为 3.8 次/天，同比-0.4 次/天，其中一、二、三线及以下、港澳台城市翻台率分别为 3.8/3.8/3.9/4. 次/天，分别同比-0.2/-0.5/-0.2/+0.1 次/天。

门店扩张依旧审慎，烤肉品牌净增 46 家。截止 2025 年 6 月底，海底捞火锅门店总数为 1363 家，较年初净减 5 家，火锅主业扩张节奏仍审慎，其中直营/加盟门店数分别为 1322/41 家，较年初同比-33 家/+28 家，系内部直营门店转为加盟门店。副品牌拓张更为积极，期末合计运营 14 个餐饮品牌共计 126 个餐厅，其中烤肉品牌门店数已达 70 家，净增 46 家。

盈利能力同比略有下行。2025H1，毛利率同比-0.8pct，为保证就餐体验增加菜品分量；员工薪酬占比同比+0.5pct，收入规模下行而成本相对刚性；其他支出占比同比+1.1pct，主因外卖费用增长；期内税率由 29.6% 提升至 33.2%，系递延税项增加所致。折旧摊销占比下行、转让加盟门店净收益部分对冲成本上行压力。净利润率 8.5%/-1.0pct。

维持 95%高现金分红比例。2025H1 公司宣布每股分配红利 0.309 元，对应分红比例为 95%，与 2024 年分红比例（95%）持平。

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：考虑到火锅主业翻台以及经营效能的高基数影响，下调 2025-2027 年归母净利润至 42.2/47.5/54.2 亿元（调整方向-22%/-22%/-22%），对应 PE 为 17.9/15.9/13.9x。展望后续，伴随火锅主业翻台基数回归正常、客单价稳步抬升后，主业收入有望重拾增长，此外红石榴计划以及外卖持续赋能也为收入贡献额外新看点，维持“优于大市”评级，持续跟踪翻台率表现。

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	44,878	49,193	54,541
(+/-%)	33.6%	3.1%	5.0%	9.6%	10.9%
归母净利润(百万元)	4499	4708	4221	4754	5416
(+/-%)	174.6%	4.6%	-10.3%	12.6%	13.9%
每股收益(元)	0.81	0.84	0.76	0.85	0.97
EBIT Margin	12%	12%	11%	11%	12%
净资产收益率 (ROE)	39%	45%	40%	44%	49%
市盈率 (PE)	16.8	16.0	17.9	15.9	13.9
EV/EBITDA	2	2	15	14	13
市净率 (PB)	7	7	7	7	7

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

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

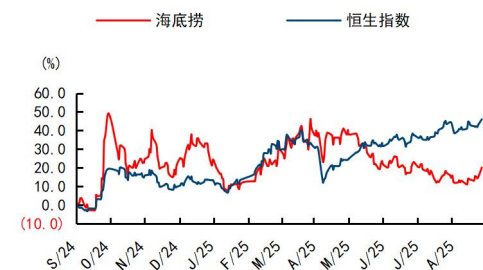
zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	14.88 港元
总市值/流通市值	82941/82941 百万港元
52 周最高价/最低价	19.34/10.92 港元
近 3 个月日均成交额	335.80 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) - 收入利润再创新高，新品牌孵化继续推进》——2025-03-26
- 《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

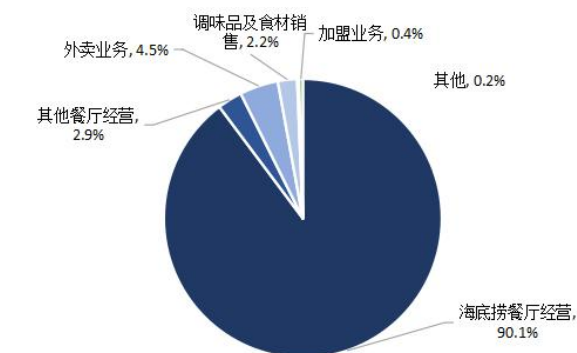
2025H1 核心经营利润同降 14%。2025H1，公司实现营收 207.0 亿元/-3.7%；核心经营利润 24.1 亿元/-14.0%；归母净利润 17.6 亿元/-13.7%。**分业务看，火锅主业面临基数增长压力，外卖、红石榴计划拉动收入增长。**火锅主业收入 185.8 亿元/-9.0%，收入占比 89.7%/-5.2pct；外卖业务实现收入 9.3 亿元/+59.6%，跃升为第二大收入来源占比达 4.5%，除传统火锅外卖贡献，海底捞下饭菜增长明显、外卖收入占比超 55%（拌饭、自制饮料等新品类也在测试中）；其他餐厅业务分部实现收入 6.0 亿元/+227.0%，收入占比为 2.9%；调味品及食材销售实现收入 4.6 亿元/+55.0%，系向加盟商销售食材贡献；加盟业务实现收入 9085 万元，同比 +227.0%，收入占比 0.4%。

图1：2023H1-2025H1 公司营收、核心经营利润及归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

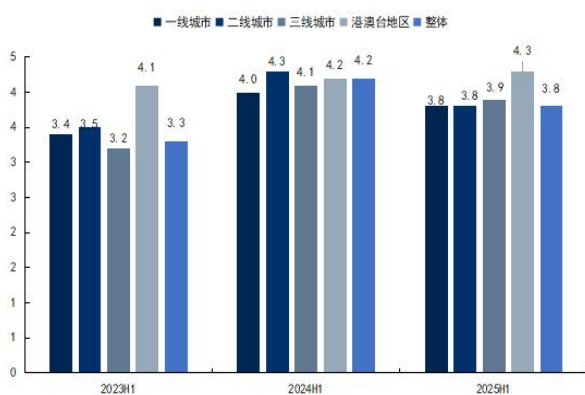
图2：2025H1 公司收入构成（按业务分部划分）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

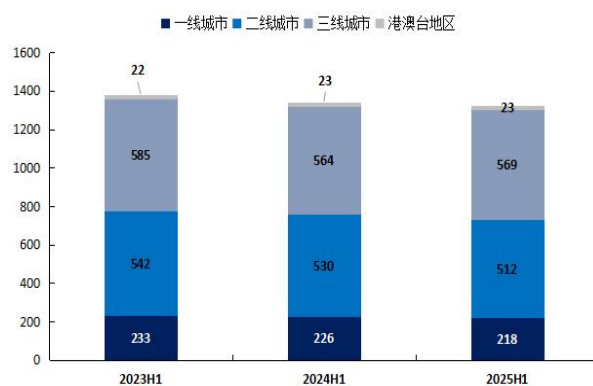
同店面临基数增长压力，客单价触底回暖。1) **客单价端**，2025H1 公司整体客单价为 97.9 元，同比+0.5%。其中一、二、三线及以下、港澳台城市客单价分别为 105.2/96.9/91.6/205.8 元，分别同比+1.1%/0.1%/+0.2%/+4.1%，各线城市同比均有回暖；2) **翻台率方面**，2025H1 公司整体翻台率为 3.8 次/天，同比-0.4 次/天，其中一、二、三线及以下、港澳台城市翻台率分别为 3.8/3.8/3.9/4. 次/天，分别同比-0.2/-0.5/-0.2/+0.1 次/天。3) **同店收入方面**，2025H1 同店收入同比 -9.9%，同店翻台为 3.8 次/-9.5%。

图3：2023H1-2025H1 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

图4：2023H1-2025H1 期末公司分城市等级门店数量



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

门店扩张依旧审慎，烤肉品牌净增 46 家。截止 2025 年 6 月底，海底捞火锅门店

总数为 1363 家，较年初门店净减 5 家，其中直营/加盟门店数分别为 1322/41 家，较年初同比-33 家/+28 家，系加盟门店拓展以老店内部转化+新开综合带动。整体而言，火锅主业扩张节奏仍审慎，红石榴品牌拓张更为积极，期末公司合计运营 14 个餐饮品牌（126 个餐厅），其中烤肉品牌门店数已达 70 家，净增 46 家。

毛利率同比下降，人工占比上升，盈利能力略有下行。2025H1，毛利率同比-0.8pct，为保证就餐体验增加菜品分量；员工薪酬占比同比+0.5pct，收入规模下行而成本相对刚性；其他支出占比同比+1.1pct，主因外卖费用增长；期内税率提升至 33.2%，系递延税项增加。折旧摊销占比下行、转让加盟门店净收益部分对冲成本上行压力。净利润率 8.5%/-1.0pct。

图5：2023H1-2025H1 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6：2018H1-2025H1 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

维持 95%高现金分红比例。2025H1 公司宣布每股分配红利 0.309 元，对应分红比例为 95%，与 2024 年分红比例持平。

投资建议：考虑到火锅主业翻台以及经营效能的高基数影响，下调 2025-2027 年归母净利润至 42.2/47.5/54.2 亿元（调整方向 -22%/-22%/-22%），对应 PE 为 17.9/15.9/13.9x。展望后续，伴随火锅主业翻台基数回归正常、客单价稳步抬升后，主业收入有望重拾增长，此外红石榴计划以及外卖业务的持续赋能也为收入贡献额外新看点，维持“优于大市”评级，持续跟踪翻台率表现。

表1：相对估值表

代码	公司简称	股价 (元)	EPS				PE			投资评级
			24	25E	26E	27E	25E	26E	27E	
0999.HK	小菜园	10.47	0.56	0.65	0.80	0.95	16.1	13.1	11.0	优于大市
6831.HK	绿茶集团	7.08	0.65	0.76	0.90	1.06	9.3	7.8	6.7	优于大市
9922.HK	九毛九	2.46	0.04	0.11	0.12	0.13	23.4	20.5	18.4	优于大市
6862.HK	海底捞	13.55	0.84	0.76	0.85	0.97	17.9	15.9	13.9	优于大市

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

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	6407	4827	1834	2000	营业收入	41453	42755	44878	49193	54541
应收款项	2413	1840	3689	4043	4483	营业成本	16996	17529	17951	19677	21816
存货净额	1075	1061	270	297	329	营业税金及附加	2168	2314	2645	2450	2782
其他流动资产	16	522	0	0	0	销售费用	1644	1425	5834	6149	6545
流动资产合计	14907	13024	11981	10008	11412	管理费用	1277	1855	2140	2647	2749
固定资产	3846	3229	4846	8403	11999	财务费用	(14)	36	76	85	169
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	1074	1074	1074	1074	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
资产总计	24677	22781	22717	24114	29426	营业利润	5257	6624	6289	6980	7836
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	2975	2890	2933	2912	利润总额	5833	6624	6289	6980	7836
其他流动负债	3757	3986	5836	5943	6079	所得税费用	1338	1924	2075	2233	2429
流动负债合计	7242	7104	5836	6002	10051	少数股东损益	(4)	(8)	(7)	(8)	(9)
长期借款及应付债券	2076	2028	2028	2028	2028	归属于母公司净利润	4499	4708	4221	4754	5416
其他长期负债	3842	3232	4232	5233	6235						
长期负债合计	5918	5260	6260	7261	8263	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	13160	12364	12096	13263	18314	净利润	4499	4708	4221	4754	5416
少数股东权益	(10)	(16)	(24)	(32)	(41)	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	11527	10434	10645	10883	11153	折旧摊销	346	492	1121	1201	1342
负债和股东权益总计	24677	22781	22717	24114	29426	公允价值变动损失	0	0	0	(20)	0
						财务费用	(14)	36	76	85	169
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	762	(105)	(661)	786	739
每股收益	0.81	0.84	0.76	0.85	0.97	其它	(4)	(8)	(7)	(8)	(9)
每股红利	0.00	0.00	0.72	0.81	0.92	经营活动现金流	5604	5088	4673	6713	7488
每股净资产	2.07	1.87	1.91	1.95	2.00	资本开支	(4100)	(4200)	(2100)	(4500)	(5200)
ROIC	244%	247%	58%	106%	72%	其它投资现金流	(4166)	1733	(350)	(639)	(767)
ROE	39%	45%	40%	44%	49%	投资活动现金流	(5163)	1228	(2100)	(5189)	(6017)
毛利率	59%	59%	60%	60%	60%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	12%	11%	11%	12%	负债净变化	(202)	(48)	0	0	0
EBITDA Margin	14%	14%	13%	14%	14%	支付股利、利息	0	0	(4010)	(4517)	(5145)
收入增长	34%	3%	5%	10%	11%	其它融资现金流	139	(6287)	(143)	0	3840
净利润增长率	175%	5%	-10%	13%	14%	融资活动现金流	(266)	(6384)	(4153)	(200)	(300)
资产负债率	53%	54%	53%	55%	62%	现金净变动	175	(69)	(1580)	(2993)	166
息率	0.0%	0.0%	5.1%	5.7%	6.5%	货币资金的期初余额	6301	6476	6407	4827	1834
P/E	16.8	16.0	17.9	15.9	13.9	货币资金的期末余额	6476	6407	4827	1834	2000
P/B	6.6	7.2	7.1	6.9	6.8	企业自由现金流	2467	2674	1608	1257	1321
EV/EBITDA	2	2	15	14	13	权益自由现金流	2146	2314	1414	1199	5044

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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

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