

2025 年 8 月 29 日
海底捞 (6862.HK)

业绩短期承压

事件：海底捞 2025 上半年收入 207 亿元（人民币，下同，列明除外），同比下降 3.7%；实现净利润 17.6 亿元，同比下降 13.7%。截止 6 月底，海底捞品牌门店数量 1363 家，较 24 年底净减少 5 家。我们认为海底捞仍是火锅行业中最具价值的品牌之一，尽管短期业绩承压，我们长期看好公司的发展。考虑上半年的业绩表现，我们下调 25/26/27 年净利润至 43.1/46.9/50.0 亿元，（2025/4/2 预测为 50.4/53.3/55.3 亿元），对应每 EPS 收益为 0.83/0.90/0.96 港元（2025/4/2 预测为 0.97/1.02/1.06 港元）。维持“买入”评级，目标价从 22.3 港元下调至 18.4 港元（基于同业比较及 DCF 两个估值方法），较当前股价有 32% 的上涨空间。

报告摘要

门店网络持续优化，加盟店增加。25 年 6 月底海底捞品牌门店总数为 1363 家，其中加盟店 41 家。上半年新开 25 家，加盟 3 家，闭店 33 家，门店总数较 24 年底净减少 5 家，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。海底捞餐厅加盟采用“老店 + 新店”组合加盟模式，希望帮助加盟商快速理解品牌理念，提升加盟意愿，缩短培育周期。

翻台率同比下降，客单价略升。2025 年上半年自营海底捞餐厅整体翻台率 3.8 次/天，同比下降 9.5%，客单价 97.9 元，同比略微提升 0.5 元。同店收入同比下降 9.9%。海底捞餐厅翻台率及客流量较去年同期有所下降，主要由于餐饮市场竞争加剧，顾客消费需求变化等影响。为应对变化，公司提出打造“不一样的海底捞”，为顾客提供个性化服务、赋能员工成长、产品持续创新，打造荤菜类鲜切系列等。

外卖业务明显增长。25 年上半年外卖收入达到 9.3 亿元，同比增长 60%，占收入比重达到 4.5%，外卖的重要性日益提升，“一人食”的需求驱动业务增长。为迎合外卖需求，公司提供了更多适合外卖的产品（拌饭、麻辣烫等系列），对门店外卖产能进行了调整，并加强了线上运营能力。

利润率下降。上半年核心净利润（主要剔除汇率、利息和所得税的影响）为 24.1 亿元，同比下降 14%，核心利润率为 11.6%，同比下降 1.4pct。各项费用率略有增加，毛利率 60.2%/-0.8pct，主要是为进一步提升顾客体验而增加了菜品和物料耗用；薪酬占比 33.8%/+0.5pct，主要是固定人工成本占比提高；折旧摊销占比为 5.6%/-0.6pct，主要是部分餐厅折旧完毕；租金相关占比为 1.0%，同比持平；其他开支占比 5.2%/+1.1pct，主要是营销活动、外卖推广及支持费用增加。

红石榴计划，孵化二次增长曲线。除海底捞火锅之外，公司还运营 14 个餐饮品牌共计 126 家餐厅。上半年新开“焰请烤肉铺子”46 家。公司稳步推进多品牌发展战略，即“红石榴计划”。25 年上半年其他餐厅收入达到 5.96 亿元，占整体收入的 2.9%，收入增长 229%。

持续高分红策略。海底捞派发中期股息每股 0.338 港元，派息率 96%。公司截至 25 年 6 月底有息借款 21.5 亿，现金及理财约 110 亿，资产负债率 54.7%，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，尽管短期业绩承压，我们长期看好公司的发展。考虑上半年的业绩表现，我们下调 25/26/27 年净利润至 43.1/46.9/50.0 亿元，（2025/4/2 预测为 50.4/53.3/55.3 亿元），对应每 EPS 收益为 0.83/0.90/0.96 港元（2025/4/2 预测为 0.97/1.02/1.06 港元）。维持“买入”评级，目标价从 22.3 港元下调至 18.4 港元（基于同业比较及 DCF 两个估值方法），较当前股价有 32% 的上涨空间。

（转下页...）

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

18.4 港元

股价 2025-8-28

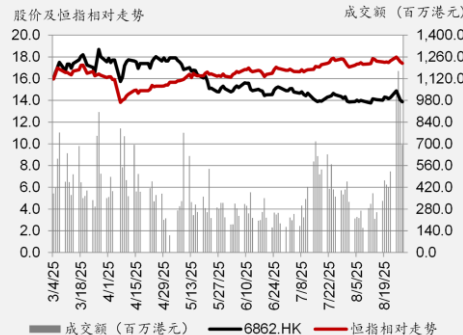
13.87 港元

总市值(亿港元)	773.11
流通市值(亿港元)	773.11
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)	3.67

股东结构（截止 2024-12-31）

张勇和舒平	60.4%
施永宏和李海燕	8.8%
其他股东	31.8%
总计	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-1.21	-15.39	-19.63
绝对收益	-3.41	-9.35	20.22

数据来源：彭博、港交所、公司

曹莹 行业分析师

gloriacao@sdicsi.com.hk

财务及估值摘要

年结 31/12, 人民币百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	31,039	41,453	42,755	42,818	44,953	47,435
增长率(%)		33.55%	3.14%	0.15%	4.99%	5.52%
净利润	1,639	4,495	4,700	4,312	4,686	4,995
增长率(%)		174.28%	4.56%	-8.26%	8.67%	6.60%
毛利率(%)	58.42%	59.12%	62.08%	61.81%	62.00%	62.04%
净利润率(%)	5.28%	10.84%	10.99%	10.07%	10.42%	10.53%
每股收益(港元)	0.32	0.88	0.92	0.85	0.92	0.98
每股净资产(港元)	1.46	2.26	2.04	2.01	2.17	2.32
市盈率	43.2	15.8	15.1	16.4	15.1	14.2
市净率	9.5	6.2	6.8	6.9	6.4	6.0
股息率(%)	0.5%	4.7%	5.3%	4.6%	5.0%	5.3%
净资产收益率(%)	21.31%	47.39%	42.86%	41.67%	43.87%	43.54%

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	1,368	1,408	1,448
一线城市	234	232	220	219	225	232
二线城市	538	538	531	514	529	544
三线及以下城市	577	581	581	571	588	604
内地以外城市	22	23	23	23	24	24
新增门店		3	-19	13	40	40
单店收入（百万元）	20.6	28.7	29.7	28.2	28.6	28.6
一线城市	21.4	30.9	31.7	30.5	31.2	31.2
二线城市	21.4	29.0	29.4	27.6	28.5	28.5
三线及以下城市	20.2	26.2	27.8	27.5	28.2	28.2
内地以外城市	15.2	60.9	62.9	64.5	65.1	65.8
<i>年结31/12, 人民币百万</i>						
主营业务收入	31,039	41,453	42,755	42,818	44,953	47,435
YoY		33.6%	3.1%	0.1%	5.0%	5.5%
原材料及消耗品	-12,906	-16,946	-16,211	-16,351	-17,083	-18,008
毛利	18,133	24,507	26,544	26,467	27,870	29,427
毛利率	58.4%	59.1%	62.1%	61.8%	62.0%	62.0%
其他收入	496	941	636	566	591	623
占收入比例	1.6%	2.3%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%
职工薪酬	-10,240	-13,040	-14,113	-14,197	-14,844	-15,645
占收入比例	-33.0%	-31.5%	-33.0%	-33.2%	-33.0%	-33.0%
租金物业相关费用	-1,309	-1,310	-1,365	-1,379	-1,443	-1,520
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	-3,043	-3,077	-3,242
占收入比例	-11.6%	-8.7%	-7.7%	-7.1%	-6.8%	-6.8%
其他费用	-1,506	-1,815	-2,121	-2,383	-2,491	-2,625
占收入比例	-4.9%	-4.4%	-5.0%	-5.6%	-5.5%	-5.5%
财务费用	-201	-107	-61	-58	-58	-58
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	273	38	38
占收入比例	1.1%	0.7%	0.9%	0.6%	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	6,246	6,588	6,997
所得税	-480	-1,338	-1,924	-1,934	-1,902	-2,002
所得税率	22.7%	22.9%	29.0%	31.0%	28.9%	28.6%
净利润(含少数股东权益)	1,639	4,495	4,700	4,312	4,686	4,995
净利率	5.3%	10.8%	11.0%	10.1%	10.4%	10.5%
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	4,312	4,686	4,995
EPS（港元）	0.32	0.88	0.92	0.85	0.92	0.98
市盈率（倍）	43.2	15.8	15.1	16.4	15.1	14.2

数据来源：Wind，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。

我们选取了港股中餐饮相关公司作为可比公司。2026 年预测 PE 的平均值在 19.5x。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 20x PE。2026 年预测 EPS 为 0.92 港元，对应股价测算为 18.4 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 1022 亿港元，对应价格为 18.4 港元。

综合可比公司和 DCF 的估值，我们认为公司目标价为 18.4 港元，较最新的收盘价有 32% 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				
				2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
九毛九	9922.HK	34	HKD	5.0	0.6	1.6	2.6	3.3	6.8	55.2	20.9	12.9	10.2
yoy				820%	-88%	164%	62%	27%					
百胜中国	9987.HK	1,286	HKD	64.5	71.0	73.1	79.1	85.1	20.0	18.1	17.6	16.3	15.1
yoy				87%	10%	3%	8%	8%					
达势股份	1405.HK	110	HKD	-0.3	0.6	1.5	2.5	3.9		180.9	75.3	43.6	28.0
yoy				N/A	N/A	140%	73%	55%					
小菜园	0999.HK	127	HKD	5.8	6.4	8.1	9.9	12.0	21.8	20.0	15.7	12.9	10.6
yoy				124%	9%	28%	21%	22%					
绿茶集团	6831.HK	53	HKD	3.2	3.8	5.4	6.7	8.4	16.2	13.7	9.7	7.9	6.3
yoy				1683%	18%	41%	23%	26%					
蜜雪集团	2097.HK	1,651	HKD	34.4	48.7	60.6	70.4	81.8	48.0	33.9	27.3	23.5	20.2
yoy				57%	41%	24%	16%	16%					
平均估值									22.6	53.6	27.7	19.5	15.1

注：时间截止 2025/8/29，预测值为 iFind 一致预测
资料来源：Wind，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

		2026年EPS					
PE	14.0	0.74	0.83	0.92	1.01	1.11	
	17.0	10.4	11.6	12.9	14.1	15.6	
	20.0	12.6	14.1	15.6	17.2	18.9	
	23.0	14.9	16.5	18.4	20.2	22.2	
	26.0	17.1	19.0	21.1	23.2	25.6	
	26.0	19.3	21.5	23.9	26.3	28.9	

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 实际	FY 2023 实际	FY 2024 实际	FY 2025 预测	FY 2026 预测	FY 2027 预测	FY 2028 预测	FY 2029 预测	FY 2030 预测	FY 2031 预测	FY 2032 预测	FY 2033 预测	FY 2034 预测
营业额	31,039	41,453	42,755	42,818	44,953	47,435							
增长率%		33.6%	3.1%	0.1%	5.0%	5.5%							
EBIT	2,593	6,185	6,899	6,506	6,858	7,279							
增长率%		138.5%	11.5%	-5.7%	5.4%	6.1%							
EBIT率%	8.4%	14.9%	16.1%	15.2%	15.3%	15.3%							
有效税率%	22.7%	22.9%	29.0%	31.0%	28.9%	28.6%							
EBIT x (1-有效税率)	2,006	4,766	4,895	4,492	4,878	5,196							
+ 折旧	2,560	2,242	1,832	1,572	1,537	1,620							
- 租赁利息	-273	-245	-213	-203	-213	-224							
+ 营运资金变动	516	1,368	692	34	127	151							
- 资本支出	-736	-595	-1,035	-2,000	-2,000	-1,500							
自由现金流, FCF	4,072	7,526	6,171	3,895	4,329	5,242	5,347	5,454	5,563	5,675	5,788	5,904	6,022
增长率%		84.8%	-18.0%	-36.9%	11.1%	21.1%	2.0%	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				3,895	4,009	4,495	4,245	4,009	3,786	3,576	3,377	3,190	3,012
FY2025-34 FCF现值总额													
永续期价值现值													
企业价值													
加: 净现金													
减: 少数股东权益													
DCF估值(HKD 000)													
假设:													
WACC					8.0%								
短期增长率					2.0%								
永续增长率					2.0%								

数据来源：Wind，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

半結31/12, 人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等值项目	9,330	7,475	6,339	6,381	7,117
应收、预付及其他应收	2,426	1,791	1,794	1,883	1,987
存貨	1,075	1,061	1,077	1,125	1,186
其他流动资产	2,076	2,697	2,697	2,697	2,697
非流动资产总额	14,907	13,024	11,907	12,086	12,987
物业、厂房及设备	3,921	3,320	3,748	4,211	4,092
使用权资产	3,461	3,019	2,411	2,040	1,627
租金按金	196	174	174	174	174
无形资产	74	52	52	52	52
商譽	85	85	85	85	85
于联营及合营企业投资	304	180	180	180	180
递延稅項资产	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	9,578	9,669	9,136
总资产	24,677	22,781	21,485	21,755	22,124
貿易应付款項	1,859	1,796	1,843	1,926	2,030
其他应付及合同負債	3,354	3,640	3,645	3,827	4,038
短期有息債務	680	143	104	76	56
应付即期稅項	379	620	620	620	620
租賃負債	933	889	754	671	579
其他流动負債	36	16	16	16	16
流动負債总额	7,242	7,104	6,983	7,137	7,340
长期有息債務	2,076	2,028	1,481	1,082	790
租賃負債-非流动	3,615	3,109	2,636	2,348	2,026
递延收入-非流动負債	-	-	-	-	-
递延稅項負債	210	106	106	106	106
其他	17	17	17	17	17
非流动負債总额	5,918	5,260	4,241	3,553	2,940
总負債	13,160	12,364	11,224	10,689	10,280
股本	0	-	-	-	-
儲备	11,526	10,434	10,278	11,083	11,860
少数股東权益	-	-	-	-	-
总股東权益	11,517	10,417	10,278	11,083	11,860

现金流量表

半結31/12, 人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
息稅前利潤	6,185	6,899	6,506	6,858	7,279
所得稅	-980	-1,772	-1,934	-1,902	-2,002
營運資本變動	1,358	692	34	127	151
折旧及摊销	2,946	2,559	2,309	2,309	2,433
其他	-509	-743	-	-	-
经营性现金流净额	9,000	7,634	6,916	7,391	7,860
資本开支	-595	-1,035	-2,000	-2,000	-1,500
其他	-4,716	943	0	0	0
投资性现金流净额	-5,311	-91	-2,000	-2,000	-1,500
新发股份	-	-	-	-	-
支付股息	-554	-6,071	-4,469	-3,881	-4,217
新增債務	-1,980	-616	-585	-427	-312
利息支出	-88	-55	-58	-58	-58
租賃利息	-881	-892	-941	-984	-1,037
其他	1	5	-	-	-
筹资性现金流净额	-3,502	-7,630	-6,052	-5,350	-5,624
現金淨變動	187	-87	-1,136	41	736
現金期初余额	6,621	9,330	7,475	6,339	6,381
現金期末余额	6,808	9,243	6,339	6,381	7,117

数据来源: Wind, 国证国际预测

利润表

半結31/12, 人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	41,453	42,755	42,818	44,953	47,435
原材料及消耗品	-16,946	-16,211	-16,351	-17,083	-18,008
其他收入	39,267	40,398	38,422	39,632	40,775
毛利	24,507	26,544	26,467	27,870	29,427
职工薪酬	-13,040	-14,113	-14,197	-14,844	-15,645
租金物业相关費用	-1,310	-1,365	-1,379	-1,443	-1,520
其他门店层面費用	-3,616	-3,298	-3,043	-3,077	-3,242
门店经营利潤	6,541	7,767	7,848	8,507	9,019
其他費用	-1,815	-2,121	-2,383	-2,491	-2,625
財務費用	-107	-61	-58	-58	-58
其他收入/支出	273	404	273	38	38
除稅前利潤	5,833	6,624	6,246	6,588	6,997
所得稅	-1,338	-1,924	-1,934	-1,902	-2,002
淨利潤	4,495	4,700	4,312	4,686	4,995
归属母公司淨利潤	4,499	4,708	4,312	4,686	4,995
EPS (港元)	0.88	0.92	0.85	0.92	0.98
EBITDA	8,426	8,731	8,078	8,395	8,899

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%	0.1%	5.0%	5.5%
除稅前利潤增长率 (%)		13.6%	-5.7%	5.5%	6.2%
淨利潤增长率 (%)		4.6%	-8.3%	8.7%	6.6%
盈利能力:					
毛利率 (%)	59.1%	62.1%	61.8%	62.0%	62.0%
淨利率 (%)	10.8%	11.0%	10.1%	10.4%	10.5%
ROE (%)	47.4%	42.9%	41.7%	43.9%	43.5%
偿债能力:					
资产负债率 (%)	53.3%	54.3%	52.2%	49.1%	46.5%
流动比率 (x)	2.06	1.83	1.71	1.69	1.77
利息覆盖倍数 (x)	78.95	142.34	140.00	145.49	154.22
营运能力					
存貨周轉天数	24	24	24	24	24
应收账款周轉天数	18	15	15	15	15
应付账款周轉天数	34	41	41	41	41
每股資料					
EPS (港元)	0.88	0.92	0.85	0.92	0.98
BPS (港元)	2.26	2.04	2.01	2.17	2.32
每股经营現金 (港元)	1.76	1.50	1.36	1.45	1.54
估值比率					
PE	15.76	15.06	16.45	15.14	14.20
PB	6.16	6.81	6.90	6.40	5.98

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