

海底捞 (6862 HK, 买入, 目标价: HK\$20.40)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$20.40 当前股价: HK\$13.36

股价上行/下行空间 +53%

52 周最高/最低价 (HK\$) 19.96/12.58

市值 (US\$mn) 9,580

当前发行数量(百万股) 5,574

三个月平均日交易额 (US\$mn) 51

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

NP United Holding Ltd 32

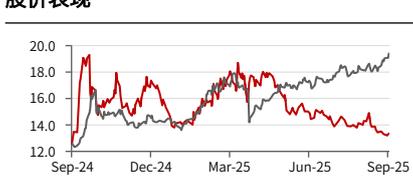
按 2025 年 9 月 17 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	20.40	20.40	N/A
2025E EPS (RMB)	0.87	0.87	N/A
2026E EPS (RMB)	0.89	0.89	N/A
2027E EPS (RMB)	0.92	0.92	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

8 月运营持续改善，翻台率同比小幅提升

- 海底捞海底捞 8 月运营持续边际改善；
- 2H25 同比低基数，预计经营将逐步改善
- 维持盈利预测与买入评级，维持 20.40 港元目标价，对应 21 倍 26 年 P/E。

海底捞 8 月运营持续边际改善：1) 我们预计从 7 月暑期开始，客流显著改善，翻台率环比 6 月有所提升，同比持平；8 月翻台率环比 7 月继续上升，同比也已经由 7 月份的持平转为小幅提升。8 月作为暑期消费旺季，为丰富顾客体验，探索餐饮消费新场景，海底捞推出了各类主题门店，例如臻选店、亲子主题店、夜宵主题店等，吸引顾客到店体验。2) 海底捞首家创新概念店在 8 月落地北京。创新概念店在门店模型、空间布局等方面做了优化和升级。可将概念店理解为一个模块化的样板间，厨房、吧台等都是独立的模块，未来的门店开设，或者老店翻修，都可以从这个样板间里面选择更好且匹配度高的模块来使用。概念店也不仅是布局上的改进，更关系到了效率的提升，比如冻肉切片后会快速融化，如果在后厨增设冷冻柜，这样就可以在用餐高峰期前准备更多的冻肉切片，提升上菜效率和翻台效率。3) 海底捞当前仅在北京开有一家臻选店，臻选店客单价在人均 500 以上，这是海底捞在当前大经济环境下，在成本难降但均价又不容易提升的前提下做出的新尝试。但我们认为，海底捞当前仍不具备做高端餐饮店的经验，臻选店在如此高的均价下，并没有完全摆脱海底捞常规店的影子，未来仍需打磨。4) 8 月海底捞直营店新开 2 家，关闭 4 家。焰请烤肉店新开 2 家。

当前运营符合我们判断，因 2H24 的低基数，我们预计 2H25 经营将同比逐步改善：“连住利益、锁住管理”是公司核心企业文化，1H25 公司连住了利益，但在管理方面却有缺失，以绝对的经营效益考核员工，以此作为对员工淘汰或降级处理的依据，因此忽略了员工的努力和对员工的帮扶，下半年将就此做逐步调整。同时放宽红石榴计划的创业门槛，由完全内部自创向自创+外部成熟品牌合作的方式转型，寻求更多发展机会。

我们始终强调海底捞的投资逻辑已经从“赚业绩的钱”过度到了“赚分红的钱”，业绩因此只能作为衡量公司价值的标准之一。1H25 公司派息 0.338 港币/股，派息率 95%。截至 25 年 6 月 30 日，公司在手货币资金 60 亿元，理财产品 53 亿元，净现金 92 亿元，现金十分充裕，尽管上半年的利润和收入双双下滑，但经营性活动现金流依然为 26 亿元，公司未来将继续在保证未来投资的基础上合理分红，持续关注股东的长期回报。所以我们认为有持续的高分红率兜底，在基本面不变的前提下，公司股价依然会在 10~20 倍 PE 之间宽幅波动，持续稳定的高分红已经是股价的第二催化剂。

盈利预测与估值：我们维持盈利预测不变，预计 2025-27 年营收分别同比增长 3.3%/3.3%/3.1%至 441.5/455.9/470.0 亿元；预计归母净利润分别同比增长 2.7%/3.0%/2.9%至 48.4/49.8/51.2 亿元。我们继续给予海底捞 21 倍 2026 年 P/E，维持目标价 20.40 港元不变，较目前股价仍有 53% 的上升空间。**风险提示：**分红率不达预期；门店改善效果不及预期；宏观经济下行；原材料涨价；食品安全风险。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	41,453	42,755	44,150	45,588	47,001
息税前利润 (RMBmn)	6,185	6,899	7,084	7,294	7,501
归母净利润 (RMBmn)	4,499	4,708	4,836	4,981	5,124
每股收益 (RMB)	0.81	0.84	0.87	0.89	0.92
市盈率 (x)	22.0	16.7	14.2	13.8	13.4

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源：Wind，华兴证券预测

研究团队

姜雪峰, 分析师

证书编号: S1680519070001

电话: +86 21 6015 6632

电邮地址: xfjiang@huaxingsec.com

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
海底捞餐饮营收	40,398	41,358	42,321	43,257
其他餐厅营收	483	725	1,015	1,320
其他营收	1,874	2,067	2,252	2,425
营业收入	42,755	44,150	45,588	47,001
营业成本	(16,211)	(16,777)	(17,323)	(17,861)
毛利润	26,544	27,373	28,265	29,141
管理及销售费用	(20,684)	(21,338)	(22,044)	(22,737)
息税前利润	6,899	7,084	7,294	7,501
息税折旧及摊销前利润	9,457	9,704	10,011	10,312
利息收入	0	0	0	0
利息支出	(275)	(280)	(286)	(291)
税前利润	6,624	6,804	7,008	7,210
所得税	(1,924)	(1,976)	(2,035)	(2,094)
净利润	4,708	4,836	4,981	5,124
基本每股收益 (RMB)	0.84	0.87	0.89	0.92

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	12,874	13,966	16,824	19,775
货币资金	7,475	8,352	11,197	14,105
应收账款	1,792	1,992	1,995	2,018
存货	1,061	1,075	1,086	1,105
其他流动资产	2,547	2,547	2,547	2,547
非流动资产	9,907	7,775	5,722	3,601
固定资产	3,320	1,482	(464)	(2,510)
无形资产	52	52	52	52
商誉	85	85	85	85
其他	5,518	5,373	5,267	5,192
资产	22,781	21,740	22,546	23,376
流动负债	7,021	7,150	7,374	7,599
短期借款	98	0	0	0
预收账款	0	0	0	0
应付账款	1,796	1,859	1,920	1,979
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	5,154	5,216	5,279	5,344
负债	12,364	12,472	12,760	13,049
股份	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	10,434	9,292	9,819	10,368
归属于母公司所有者权益	10,434	9,292	9,819	10,368
少数股东权益	(16)	(24)	(33)	(41)
负债及所有者权益	22,781	21,740	22,546	23,376

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,708	4,836	4,981	5,124
折旧摊销	2,558	2,620	2,717	2,811
利息（收入）/支出	0	0	0	0
其他非现金科目	(1,924)	(1,976)	(2,035)	(2,094)
其他	(259)	115	110	105
营运资本变动	815	206	208	180
经营活动产生的现金流量	7,634	7,597	7,836	8,040
资本支出	(68)	(72)	(72)	(72)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	333	(217)	(29)	(37)
投资活动产生的现金流量	(91)	(289)	(101)	(109)
股利支出	(5,996)	(4,473)	(4,473)	(4,594)
债务筹集（偿还）	(570)	(98)	0	0
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	(1,065)	(1,879)	(437)	(448)
筹资活动产生的现金流量	(7,630)	(6,449)	(4,909)	(5,042)
现金及现金等价物净增加额	(69)	877	2,845	2,908
自由现金流	8,011	7,582	7,826	8,035

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
中国大陆门店数量	1,332	1,382	1,426	1,464
其他地区门店数量	23	23	23	23

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	3.1	3.3	3.3	3.1
毛利润	8.3	3.1	3.3	3.1
息税折旧及摊销前利润	3.6	2.6	3.2	3.0
净利润	4.6	2.7	3.0	2.9
稀释每股调整收益	4.6	2.7	3.0	2.9
盈利率 (%)				
毛利率	62.1	62.0	62.0	62.0
息税折旧摊销前利润率	22.1	22.0	22.0	21.9
息税前利润率	16.1	16.0	16.0	16.0
净利率	11.0	11.0	10.9	10.9
净资产收益率	45.1	52.0	50.7	49.4
总资产收益率	20.7	22.2	22.1	21.9
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.8	2.0	2.3	2.6
速动比率	1.7	1.8	2.1	2.5
估值比率 (x)				
市盈率	16.7	14.2	13.8	13.4
市净率	7.5	7.4	7.0	6.6
市销率	1.6	1.6	1.5	1.5

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所在的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。