

呷哺呷哺 (520 HK, 持有, 目标价: HK\$1.00)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$1.00 当前股价: HK\$1.00

股价上行/下行空间 0%

52 周最高/最低价 (HK\$) 1.33/0.60

市值 (US\$mn) 140

当前发行数量(百万股) 1,086

三个月平均日交易额 (US\$mn) 0

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

贺光启 39

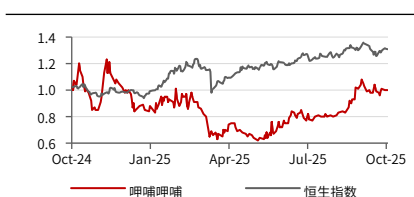
按 2025 年 10 月 30 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	持有	持有	N/A
目标价 (HK\$)	1.00	4.15	-76%
2025E EPS (RMB)	(0.13)	N/A	N/A
2026E EPS (RMB)	(0.06)	N/A	N/A
2027E EPS (RMB)	0.00	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

呷哺品牌发展触底回升，凑凑品牌进入全面收缩阶段

- 1H25 依旧承压，但呷哺品牌门店数量开始净增加；
- 凑凑品牌进入全面收缩阶段，预计下半年仍将继续收缩；
- 维持持有评级，目标价 1.00 港元，对应 0.2 倍 2026 年 P/S。

1H25 依旧承压：根据呷哺 1H25 业绩，1) 收入 19.42 亿元，同比-18.9%；其中呷哺品牌收入 11.35 亿元，同比-13.5%；凑凑收入 7.45 亿元，同比-25.8%。2) 原材料成本同比-22.5%至 6.41 亿元，主要因为较 1H24 净关店 135 家；因此，人工成本同比-18.1%至 6.67 亿元，员工数量从 24,606 人减少至 17,930 人，人工费用率增加 0.3pct 至 34.3%；租金成本同比-24.7%至 1.20 亿元，租金费用率同比-0.5pct 至 6.2%。3) 归母净亏损 8407 万元，较去年同期亏损 2.72 亿元同比由改善。

1H25 运营情况：1) 公司门店总数 937 家，其中大陆地区 918 家；报告期内，呷哺品牌餐厅净增 3 家，凑凑品牌餐厅关闭 23 家。呷哺品牌当前有 42.6%的门店位于一线城市（北上广深，下同），41%的门店位于二线城市；凑凑品牌有 36.8%的门店位于一线城市，52.3%的门店位于二线城市。2) 呷哺品牌翻座率 2.6 次/天，比去年同期的 2.3 次/天有所提升；凑凑品牌翻座率 1.4 次/天，较去年同期的 1.6 次/天有所下降，凑凑作为高端火锅品牌，因消费降级、产品竞争力不足，受到了较大的冲击，客流持续下滑，公司虽然加大了宣传投入，但我们认为短期不足以改变其颓势。

追溯公司 2019 年至今的门店数量变化可以看到，呷哺呷哺品牌门店数量至 2020 年达到顶峰的 1,061 家之后开始收缩，并于 2024 年见底于 760 家，1H25 门店数量刚开始净增，达到了 763 家。我们认为，如果后续呷哺门店数量继续净增加，或者维稳于 1H25 的水平，均代表阶段性调整已经完成，可以关注呷哺呷哺后续的发展。至于凑凑品牌，2023 年品牌达到顶峰的 257 家，之后开始收缩，2024 年品牌门店数量收缩至 197 家，随后于 1H25 进一步收缩至 174 家，我们认为凑凑品牌的店铺数量还未见底，可以关注品牌的后续发展。当凑凑品牌见底回升之后，或许也是公司基本面改善之时，历史上来看，公司基本面见底之后，也就是公司未来边际改善的概率要远高于边际持续下降的风险之后，公司可能存在潜在的投资机会，我们建议持续关注。

盈利预测与估值：维持持有评级，目标价 1.00 港元，对应 0.2 倍 2026 年 P/S：我们预计 2025-27 年营收分别同比-15.0%/ +3.0%/ +2.0%至 40.4/ 41.6/ 42.5 亿元；预计 2025/26 年归母净亏损分别 145/66 百万元，并于 27 年实现归母净利润~240 万元。由于公司持续亏损，我们将切换估值方式从 P/E 切换为 P/S，并给予呷哺呷哺 0.2 倍 2026 年 P/S，对应新目标价为 1.00 港元，维持持有评级。**风险提示：**上行风险—管理变革快于预期；呷哺品牌加速开店；凑凑品牌运营表现超预期；下行风险—原材料价格上涨；食品安全风险；宏观经济下行。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	5,918	4,755	4,042	4,163	4,246
息税前利润 (RMBmn)	83	(114)	(16)	74	122
归母净利润 (RMBmn)	(199)	(401)	(145)	(66)	2
每股收益 (RMB)	(0.18)	(0.37)	(0.13)	(0.06)	0.00
市盈率 (x)	N/A	N/A	N/A	N/A	412.0

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: xjiang@huaxingsec.com

目录

2019 年至今，公司发展回顾.....	3
呷哺品牌于 2019 年疫情之后开始收缩	3
2022 因疫情反复，呷哺品牌与凑凑品牌发展双双承压	4
呷哺品牌与凑凑品牌于 2023 年表现开始分化	5
2024 年开始进入全面收缩阶段，呷哺于 1H25 达到需求的新平衡	6
盈利预测与估值.....	8
收入预测	8
盈利预测	12
估值	13
相对估值	13
风险提示	14

2019 年至今，公司发展回顾

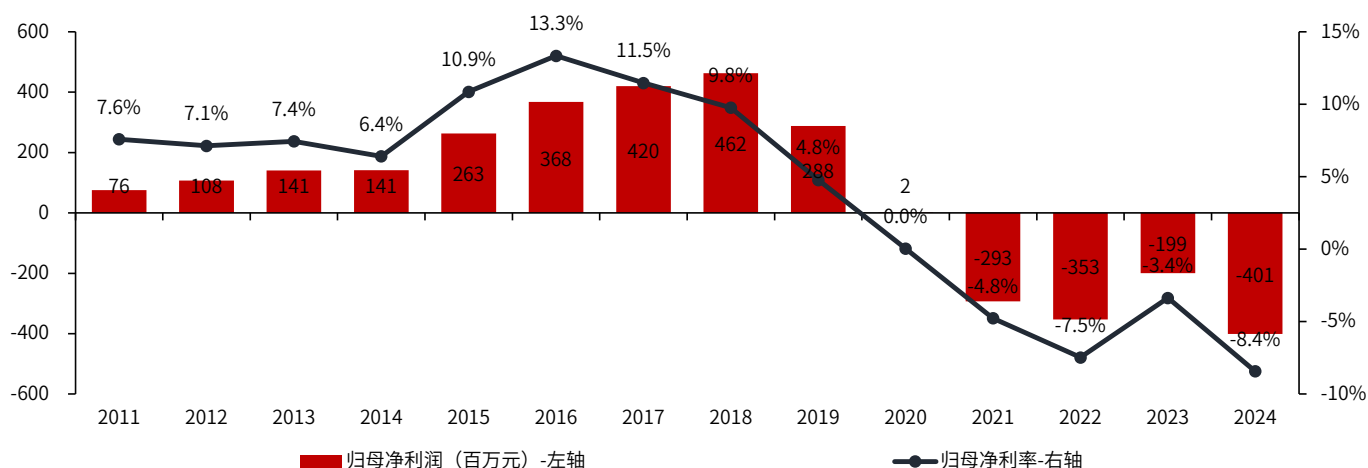
自 2019 年疫情之后，呷哺呷哺和凑凑品牌先后进入收缩阶段，随后公司做了多维度的尝试，试图扭转颓势，并推出了烤肉类的新品牌——趁烧，但终以失败收场。呷哺和凑凑的店铺数量以及运营指标均出现了下滑，直至今日。我们认为，当前呷哺品牌的店铺数量趋于稳定，而凑凑品牌则会继续收缩，直至新的供需平衡出现。

呷哺品牌于 2019 年疫情之后开始收缩

2021 年是疫情之后开放的第一年。1H21，呷哺和凑凑的开店节奏均开始低于预期；其中，呷哺的翻台率在 1H21 仅恢复到 2019 年 80%-85% 的水平，凑凑表现稍好，翻台率恢复至 2019 年 90%-95% 的水平。公司积极采取应对措施，于 1H21 着重于凑凑管理团队的梳理，将原有 6 个大区细分为 12 个大区，并增加 6 位区域负责人。凑凑品牌从 12 位区域负责人中晋升一位成为品牌 COO，并由其直接负责前端业务的发展，实行更为扁平化的管理。当时，公司预计凑凑品牌会从 3Q21 开始加快开店步伐，并维持了 21 年 70 家净开店数量的指引不变。同时，公司当时也试图持续精简组织架构，以此提升运营效率与盈利能力，并为凑凑品牌制定更为完善的薪酬激励政策，让一线员工的薪酬与门店业绩直接挂钩，以此提高服务积极性，同时释放门店部分股权至店长与区域负责人以提高其管理积极性，这样的策略在大方向上市完全正确，但最终结果证明收效甚微。此外，公司于 1H21 也对管理层做了较大的变动，管理层不稳定也一直被市场诟病。

时间来到 2021 年底，呷哺品牌出现了大面积关店，21 全年共关闭 229 家呷哺品牌门店，门店数量收缩至 841 家，翻座率仅 2.3 次/天，导致一次性减值损失 1.4 亿元，部分门店因翻座率表现不佳计提资产减值损失 1.2 亿元，归母净亏损达到了 2.9 亿元，这是公司自 2011 年以来首次出现亏损。令人唏嘘的是，此后直至今日，公司再未盈利过。但当时凑凑品牌发展势头尚可，虽未达到 1H21 的 70 家经开店的指引，但 21 全年依然开出了 43 家门店，凑凑门店数量来到了 183 家，翻台率 2.5 次/天，不算优秀但依然及格。公司当时计划于 2022 年起加大凑凑品牌的开店与下沉力度，规划未来至 2024 年将门店数量提升至 400 家，但也考虑到了较高的客单价或许会增加其下沉难度，且因为 1H21 管理层的变动，当时公司缺乏 CEO，这也进一步加大了发展难度。

图表 1: 自 2021 年出现亏损后，至今再未盈利



资料来源：公司公告，华兴证券

2022 因疫情反复，呷哺品牌与凑凑品牌发展双双承压

1H22，公司收入出现近 30% 的下滑，亏损进一步扩大，1H22 亏损额已经与 21 年全年不相上下。其中，呷哺品牌店铺数量进一步收缩至 810 家，翻台率下滑至 1.9 次/天，导致品牌营收大幅下滑 43.1% 至 10.6 亿元，营收占比大幅下降 12.0pcts 至 49.3%。凑凑品牌的收入仅下滑高单位数，而且 1H22 有新开店 49 家，门店数量增长至 198 家，收入占比同比提升 10.5pcts 至 47.5%，而且 7 月同店恢复至 19 年的~91%，翻台率改善至~2.3 次/天，并实现盈利。

2022 全年，公司归母净亏损扩大 20.4% 至 3.5 亿元。其中，呷哺品牌营收大幅下滑 35%，营收占比下降 9.0pcts 至 48.4%，门店数量继续下降至 801 家。翻座率相比于 1H22 略微提升至 2.0 次/天。凑凑品牌延续了上半年较好的发展势头，营收虽然同比下滑中单位数，但依然净开 41 家门店至 224 家，营收占比也随之提升至 46.7%，但随着门店数量的持续提升，凑凑的翻台率大幅下滑~24% 至 1.9 次/天，这或许也预示着凑凑的开店已经达到饱和，~200 家门店的量级已经完全满足了市场的需求，继续开店只会进一步分散现有需求，导致翻台率的持续下滑。凑凑品牌于 2022 年继续调整单店模型，上线奶茶品类引流，并尝试以更为轻量化的模型切入华东/华南市场，控制人工与租金等费用（目前于上海测试 120 平米门店，未来规划将平均面积从当前的 200+ 平米降至 150 平米），改善单店盈利能力。同时，公司给出了凑凑品牌 23 年~60 家的净开店的指引。

2022 年 9 月，公司于上海开设了首家趁烧餐厅，主营高端烧烤，客单价定位于人均 200 元以上，以此作为火锅业务逐步到达瓶颈的新尝试。

图表 2: 2022 年报时期我们对 23-25 年的预期，实际情况是 24 年，公司收入已经收缩至 2018 年的量级

单位: 百万元	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营收	6,030	5,455	6,147	4,725	6,627	7,375	8,072
YoY		-9.5%	12.7%	-23.1%	40.2%	11.3%	9.5%
毛利润	3,805	3,325	3,806	2,926	4,104	4,567	4,999
YoY		-12.6%	14.5%	-23.1%	40.2%	11.3%	9.5%
毛利率	63.1%	61.0%	61.9%	61.9%	61.9%	61.9%	61.9%
人工成本	1,544	1,478	1,830	1,554	1,822	2,036	2,236
占比	25.6%	27.1%	29.8%	32.9%	27.5%	27.6%	27.7%
租金成本	254	220	298	252	321	365	408
占比	4.2%	4.0%	4.8%	5.3%	4.8%	4.9%	5.0%
水电开支	212	190	202	177	232	259	283
占比	3.5%	3.5%	3.3%	3.8%	3.5%	3.5%	3.5%
折旧摊销	839	1,006	1,053	964	1,014	1,063	1,104
占比	13.9%	18.4%	17.1%	20.4%	15.3%	14.4%	13.7%
营业利润	604	219	86	-256	396	492	582
YoY		-63.7%	-60.9%	N/A	N/A	24.3%	18.2%
营业利润率	10.0%	4.0%	1.4%	-5.4%	6.0%	6.7%	7.2%
所得税	213	56	69	-20	75	97	117
归母净利润	288	2	-293	-353	235	303	367
YoY		-99%	N/A	20%	N/A	29%	21%
归母净利率	4.8%	0.0%	-4.8%	-7.5%	3.5%	4.1%	4.5%

资料来源：公司公告，华兴证券

呷哺品牌与凑凑品牌于 2023 年表现开始分化

呷哺品牌在经历连续的调整和门店数量的持续收缩后，进入了新的平衡，呷哺持续精进单店模型，为进一步扩张奠定基础以简约金属风格替代原有橙色为主、塑料感过重的视觉设计，并提高单人桌占比与就餐密度以缩短顾客用餐时间，改善翻座率。同时持续优化单店盈利能力，除缩小门店面积（从原有的超 200 平米降至 150 平米），控制人工与租金费用以外，还进一步提高兼职员工占比至 50%+，并向兼职员工开放奖金池，通过更为公平的分配机制激励员工创收，尽可能摊销人工成本。并将租售比纳入各店长考核范围（新开店租售比~10%vs 呷哺品牌整体~15%），并开放店长的管理权限，业绩优异的店长至多可统管 3 家门店，通过持续的管理变革改善运营效率，降低盈亏平衡点所对应的翻座率。

因此，23 年 1-5 月呷哺品牌新开 71 家门店，完成了 2023 全年开店预期的 59%，4/5 月翻座率分别 2.1/1.7 次/天，同店在低基数下分别同比增长 44%/60%，恢复至 21 年的 85%/74%，开店及恢复速度超预期。而凑凑品牌 23 年 1-5 月新开 22 家门店，仅完成 23 全年开店预期的 30%，4/5 月翻台率分别为 1.9/1.6 次/天，进一步下探，翻台与开店双向承压，表明凑凑品牌 1H23 已经面临发展瓶颈，但依然积极调整。凑凑改善供应商结构高度集中的现状，试图根据供应商的擅长品类针对性采购，并签订锁价合约平滑淡旺季价差，除收回原本头部供应商二次采购的毛利以外，还有助于满足消费者对菜品分量的差异化需求，也将进一步丰富菜品与锅底 SKU，尝试以此扩大受众。并在 COO 与城市总监中增设大区总职位，由其代替管理层统筹所负责辖区内门店的拓展与运营，尝试通过更为合理的组织架构提高 200 余家门店的管理效率，并将 25 年的开店目标规划到 520 家。

在呷哺品牌逐步恢复的前提下，公司 2023 全年收入实现了 25% 的增长，亏损也从 22 年的 3.5 亿元降低至 23 年的~2 亿元。呷哺品牌全年净开店 32 家，凑凑品牌全年经开店 33 家，同时新开了 7 家趁烧餐厅。

图表 3: 趁烧餐厅主营高端烧烤



资料来源：公司公告，华兴证券

2024 年开始进入全面收缩阶段，呷哺于 1H25 达到需求的新平衡

2024 年，餐饮行业竞争加剧。一方面，大量中小餐厅因市场竞争激烈而倒闭或退出市场；另一方面，新增注册餐饮企业接近 360 万家，行业规模持续扩大。2024 年，消费者在餐饮消费上出现明显收缩，人均消费下滑，同时对性价比和高品质的要求依然较高。公司 2024 年收入为 47.55 亿元，同比下降 19.7%，归母净亏损由 23 年的~2 亿元继续扩大至 24 年的~4 亿元。

呷哺和凑凑品牌在门店数量上均持续收缩，公司于 24 年新开设 65 家呷哺呷哺餐厅及 13 家凑凑餐厅，但同时关闭了 138 家呷哺呷哺餐厅及 73 家凑凑餐厅。该等餐厅关闭的原因为其大多数产生亏损，多数于不符合呷哺呷哺推广的高性价比模式的地区经营，且其模式不能够恰当反映品牌形象。

截至 2024 年，公司共经营 760 家呷哺呷哺餐厅以及 197 家凑凑餐厅，而在 23 年底，公司还有 833 家呷哺呷哺餐厅以及 257 家凑凑餐厅。两个品牌在经历了 23 年的发展分化之后，于 2024 年进入全面收缩阶段。同时 2022-23 年开设的 8 家趁烧餐厅也于 24 年全部歇业，标志公司的新品牌尝试以失败告终。

1H25，呷哺呷哺品牌净开店 3 家，由 24 年底的 760 家提升至 1H25 的 763 家，表明呷哺在历经一系列调整之后，供需达到了新的平衡；但是，凑凑品牌于 2023 年门店数量达到顶峰之后，至今仍在持续收缩，公司仍在做多方位的尝试，试图拯救该品牌，比如最近推出了凑凑的自助餐，突出品牌的性价比，但我们预计今年凑凑的店铺数量还会继续收缩，直至新的供需平衡出现。

图表 4: 2019 年至 2025 上半年, 公司门店数量变化汇总

单位: 个	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1H25
呷哺呷哺	1,022	1,061	841	801	833	760	763
——大陆	1,022	1,061	841	801	828	757	760
——境外 (包括港澳台)	-	-	-	-	5	3	3
凑凑	102	140	183	224	257	197	174
——大陆	99	136	175	213	243	181	158
——境外 (包括港澳台)	3	4	8	11	14	16	16
趁烧	-	-	-	1	8	-	-
——大陆	-	-	-	1	8	-	-
——境外 (包括港澳台)	-	-	-	-	-	-	-
总计	1,124	1,201	1,024	1,026	1,098	957	937
——大陆总计	1,121	1,197	1,016	1,015	1,079	938	918
——境外 (包括港澳台) 总计	3	4	8	11	19	19	19

新开店数	243	129	95	86	186	78	32
呷哺呷哺	189	91	52	41	131	65	32
——大陆	189	91	52	41	126	65	32
——境外 (包括港澳台)	-	-	-	-	5	-	-
凑凑	54	38	43	44	48	13	-
——大陆	51	37	39	41	45	11	-
——境外 (包括港澳台)	3	1	4	3	3	2	-
趁烧	-	-	-	1	7	-	-
——大陆	-	-	-	1	7	-	-
——境外 (包括港澳台)	-	-	-	-	-	-	-
闭店数	53	52	229	84	114	219	52
呷哺呷哺	53	52	229	81	99	138	29
——大陆	53	52	229	81	99	136	29
——境外 (包括港澳台)	-	-	-	-	-	2	-
凑凑	-	-	-	3	15	73	23
——大陆	-	-	-	3	15	73	23
——境外 (包括港澳台)	-	-	-	-	-	-	-
趁烧	-	-	-	-	-	8	-
——大陆	-	-	-	-	-	8	-
——境外 (包括港澳台)	-	-	-	-	-	-	-
净开店数	190	77	-134	2	72	-141	-20
呷哺呷哺	136	39	-177	-40	32	-73	3
——大陆	136	39	-177	-40	27	-71	3
——境外 (包括港澳台)	-	-	-	-	5	-2	-
凑凑	54	38	43	41	33	-60	-23
——大陆	51	37	39	38	30	-62	-23
——境外 (包括港澳台)	3	1	4	3	3	2	-
趁烧	-	-	-	1	7	-8	-
——大陆	-	-	-	1	7	-8	-
——境外 (包括港澳台)	-	-	-	-	-	-	-

资料来源: 公司公告, 华兴证券

盈利预测与估值

收入预测

我们预计 2025-27 年营收分别同比-15.0%/ +3.0%/ +2.0%至 40.4/ 41.6/ 42.5 亿元；预计 2025/26 年归母净亏损分别 145/66 百万元，并于 27 年实现归母净利润~240 万元。

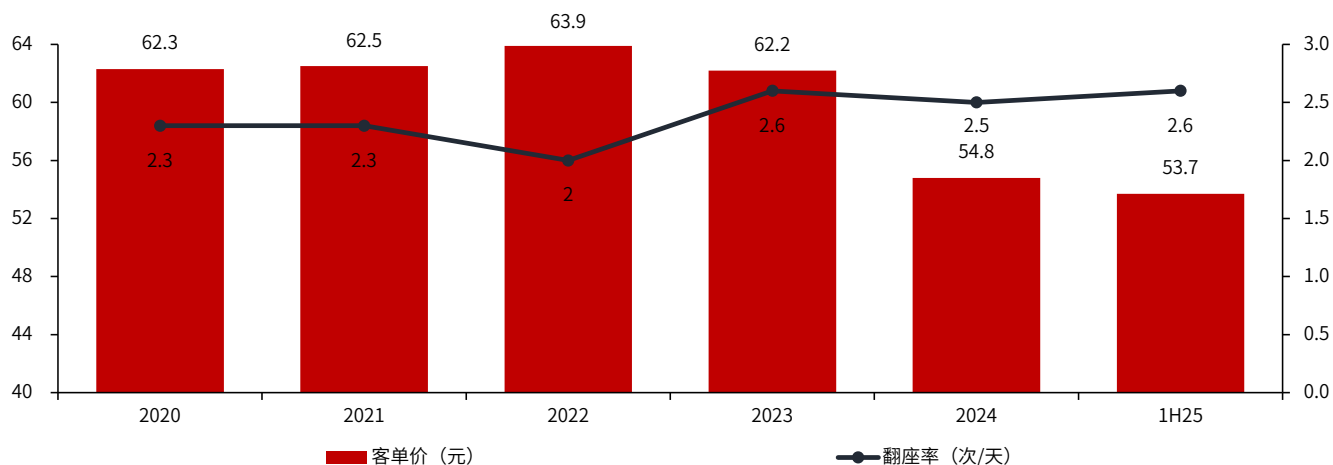
- 呷哺品牌性价比突出，1H25 客单价下降 10%至 53.7 元，拉动翻座率同比提升 0.3 次/天至 2.6 次/天。但呷哺上半年继续优化门店网络，关闭低效门店，数量从 1H24 的 826 家下降至 763 家。2H25 随低效门店的逐步出清，营收下滑有望收窄，并于 2026/27 年实现正增长；

图表 5: 呷哺品牌最新门店模型



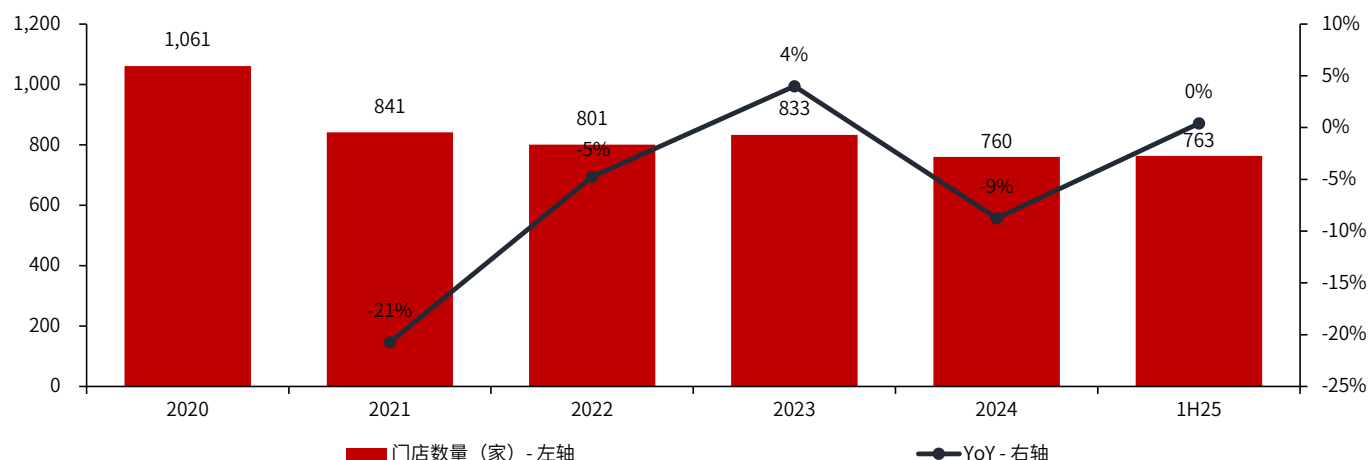
资料来源：公司公告，华兴证券

图表 6: 呷哺品牌翻座率与客单价变化趋势



资料来源：公司公告，华兴证券

图表 7: 呷哺品牌门店数量变化趋势



资料来源：公司公告，华兴证券

我们基于呷哺品牌的翻座率与客单价对其 2025 年单店营收展开敏感性分析：在中性情况下，假设呷哺品牌的翻座率与客单价分别为 2.68 次/天与 53.7 元，我们测算单店营收 302 万元；在乐观（翻座率 2.83 次/天与客单价 57.7 元），单店营收为 343 万元；悲观（翻座率 2.53 次/天与客单价 49.7 元），单店营收为 264 万元。

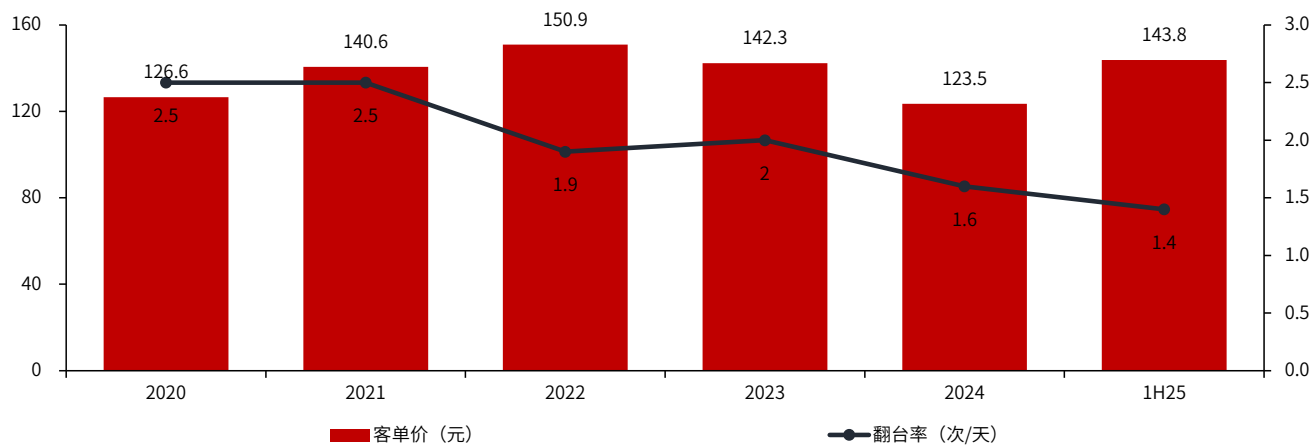
图表 8: 呷哺品牌 2025 年单店营收敏感性分析

2025年单店营收-敏感性分析									
翻座率			-0.06	-0.04	-0.02	0.00	0.02	0.04	0.06
			2.62	2.64	2.66	2.68	2.70	2.72	2.74
客单价	-2.5%	52.4	2.9	2.9	2.9	2.9	3.0	3.0	3.0
	-2.0%	52.6	2.9	2.9	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0
	-1.5%	52.9	2.9	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
	-1.0%	53.2	2.9	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0	3.1
	-0.5%	53.4	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0	3.1	3.1
	0.0%	53.7	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.1	3.1
	0.5%	54.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.1	3.1	3.1
	1.0%	54.2	3.0	3.0	3.0	3.1	3.1	3.1	3.1
	1.5%	54.5	3.0	3.0	3.0	3.1	3.1	3.1	3.1
	2.0%	54.8	3.0	3.0	3.1	3.1	3.1	3.1	3.2
	2.5%	55.0	3.0	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.2

资料来源：公司公告，华兴证券

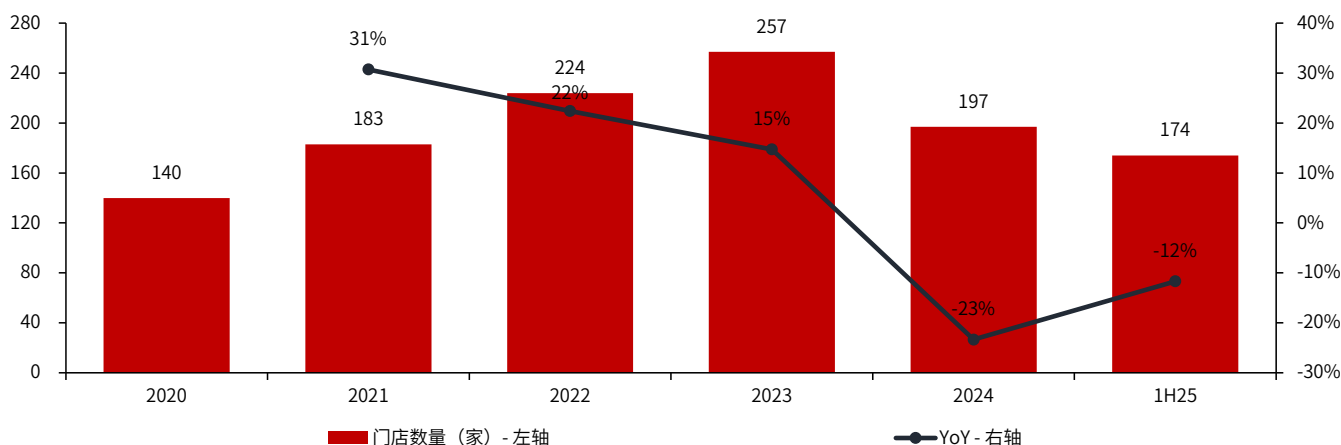
- 凑凑在环境、空间、产品、价格、服务、优惠的全方位掉队导致品牌已经进入全面收缩阶段，短期增加宣传投入无法从根本上将品牌带出困境，我们认为凑凑在 2H25 或继续收缩，未来也有待进一步观察。

图表 9: 凑凑近 3 年翻台率与客单价全面承压



资料来源：公司公告，华兴证券

图表 10: 凑凑品牌门店数量变化趋势



资料来源：公司公告，华兴证券

图表 11: 凑凑品牌最新门店模型



资料来源：官方公众号，华兴证券

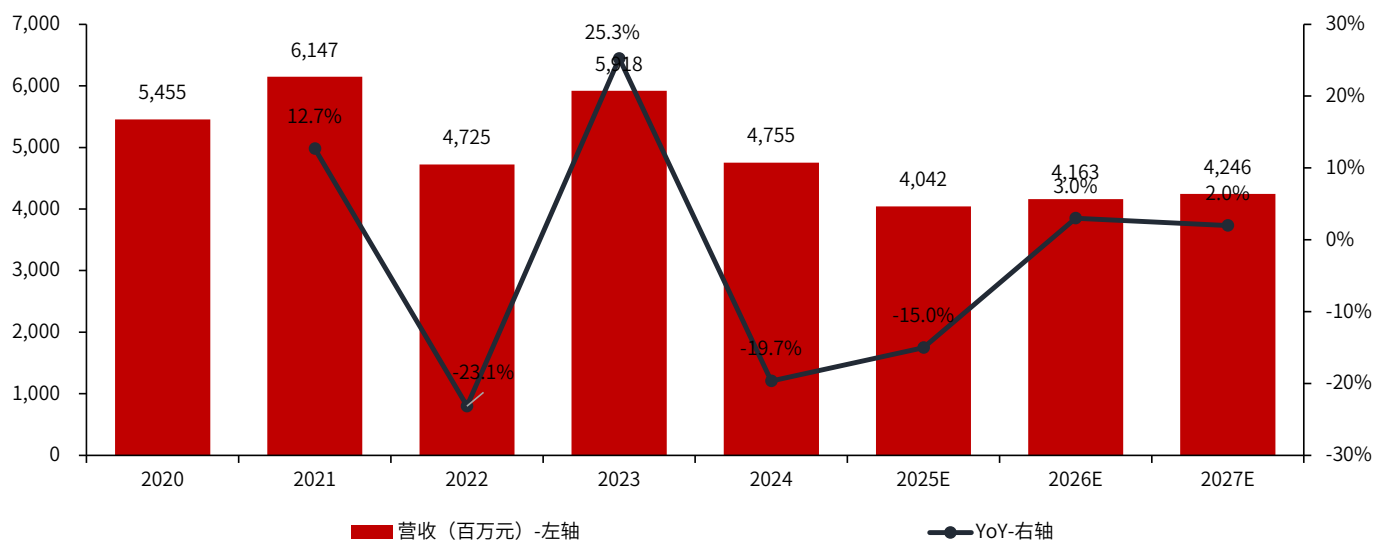
- 公司前期曾推出定位中高端的烧烤品牌趁烧，并规划从 2024 年起预计每年至少新增 30 家店，但后续品质和服务未能匹配定价，即便客单价砍半至 120-150 元也难以重新吸引消费者。目前趁烧品牌已全部闭店，公司多品牌发展受阻。

图表 12: 定位中高端的烧烤品牌趁烧已全部闭店



资料来源：公司公告，华兴证券

图表 13: 呷哺呷哺营收预测

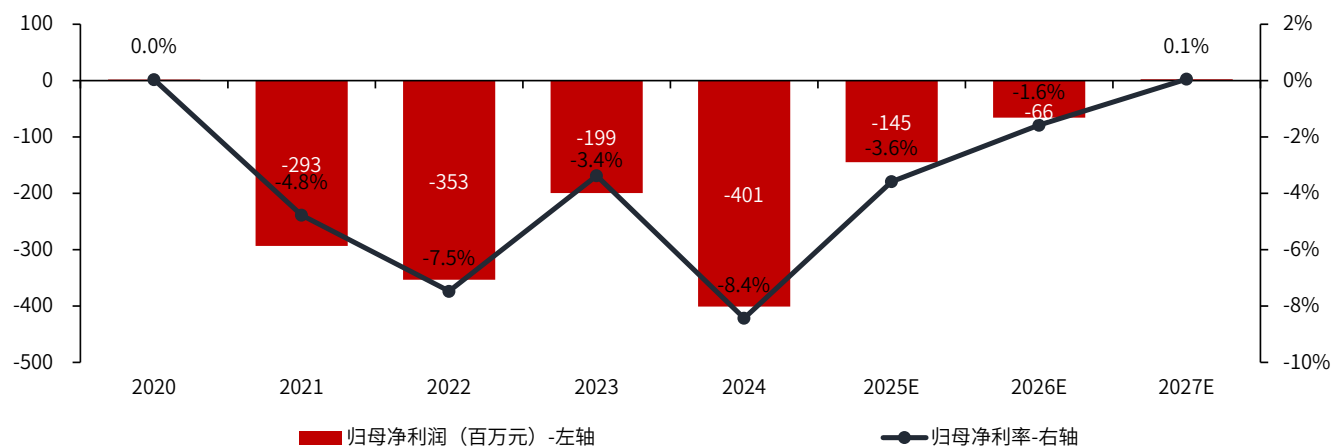


资料来源：公司公告，华兴证券

盈利预测

呷哺呷哺有望于 2027 年实现盈亏平衡：随呷哺品牌逐步回归正增长，我们预计公司人工成本占比与租金费用占比逐步改善，分别从 2024 年的 33.9%/6.3%下降至 27 年的 32.8%/5.8%；由于门店扩张放缓，我们预计折旧摊销费用从 2024 年的 16.3%下降至 27 年的 14.4%，由此我们预计 2027 年公司有望实现盈亏平衡。

图表 14: 呷哺呷哺 2027 年有望实现盈亏平衡



资料来源：公司公告，华兴证券

图表 15: 呷哺呷哺利润表关键科目汇总

百万元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营收	6,147	4,725	5,918	4,755	4,042	4,163	4,246
YoY		-23.1%	25.3%	-19.7%	-15.0%	3.0%	2.0%
营业成本	2,341	1,799	2,214	1,673	1,354	1,395	1,422
毛利润	3,806	2,926	3,704	3,082	2,688	2,768	2,824
YoY		-23.1%	26.6%	-16.8%	-12.8%	3.0%	2.0%
毛利率	61.9%	61.9%	62.6%	64.8%	66.5%	66.5%	66.5%
人工成本	1,830	1,554	1,863	1,613	1,371	1,374	1,393
占比	29.8%	32.9%	31.5%	33.9%	33.9%	33.0%	32.8%
租金费用	298	252	311	298	242	241	246
占比	4.8%	5.3%	5.3%	6.3%	6.0%	5.8%	5.8%
折旧摊销	1,053	964	929	777	644	632	610
占比	17.1%	20.4%	15.7%	16.3%	15.9%	15.2%	14.4%
经营利润	86	-256	83	-114	-16	74	122
YoY		N/A	N/A	N/A	-86.4%	N/A	65.3%
经营利润率	1.4%	-5.4%	1.4%	-2.4%	-0.4%	1.8%	2.9%
归母净利润	-293	-353	-199	-401	-145	-66	2
YoY		20.4%	-43.5%	100.9%	-63.9%	-54.6%	N/A
归母净利率	-4.8%	-7.5%	-3.4%	-8.4%	-3.6%	-1.6%	0.1%

资料来源：公司公告，华兴证券

图表 16：呷哺呷哺盈利预测调整表

百万元	调整前			调整后			变动百分比		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,066	N/A	N/A	4,042	4,163	4,246	-49.9%	N/A	N/A
毛利率	62%	N/A	N/A	67%	67%	67%	4.1ppts	N/A	N/A
人工成本	2,404	N/A	N/A	1,371	1,374	1,393	-43.0%	N/A	N/A
占比	29.8%	N/A	N/A	33.9%	33.0%	32.8%	4.1ppts	N/A	N/A
折旧摊销	1,075	N/A	N/A	644	632	610	-40.1%	N/A	N/A
占比	13.3%	N/A	N/A	15.9%	15.2%	14.4%	2.6ppts	N/A	N/A
经营利润	574	N/A	N/A	-16	74	122	N/A	N/A	N/A
营业利润率	7.1%	N/A	N/A	-0.4%	1.8%	2.9%	-7.5ppts	N/A	N/A
归母净利润	336	N/A	N/A	-145	-66	2	N/A	N/A	N/A
归母净利率	4.2%	N/A	N/A	-3.6%	-1.6%	0.1%	-7.8ppts	N/A	N/A
EPS (元)	0.31	N/A	N/A	-0.13	-0.06	0.00	N/A	N/A	N/A

资料来源：公司公告，华兴证券

估值

相对估值

呷哺呷哺近年来持续亏损，未来利润的可预见性仍然偏低，因此我们将切换估值方式从 P/E 切换为 P/S。目前，呷哺呷哺 2026 年 P/S 为 0.2x，远低于行业平均的 1.1x。呷哺品牌因性价比突出，未来有望平稳运营，但凑凑处于收缩阶段，变革结果暂未可知，未来发展存在较大不确定性。我们认为当前市值充分反应公司基本面，并给予呷哺呷哺 0.2 倍 2026 年 P/S，对应新目标价为 1.00 港元，维持“持有”评级。

追溯公司 2019 年至今的门店数量变化可以看到，呷哺呷哺品牌门店数量至 2020 年达到顶峰的 1,061 家之后开始收缩，并于 2024 年见底于 760 家，1H25 门店数量刚开始净增，达到了 763 家。我们认为，如果后续呷哺门店数量继续净增加，或者维稳于 1H25 的水平，均代表阶段性调整已经完成，可以关注呷哺呷哺后续的发展。至于凑凑品牌，2023 年品牌达到顶峰的 257 家，之后开始收缩，2024 年品牌门店数量收缩至 197 家，随后于 1H25 进一步收缩至 174 家，我们认为凑凑品牌的店铺数量还未见底，可以关注品牌的后续发展。当凑凑品牌见底回升之后，或许也是公司基本面改善之时，也就是说，届时公司边际改善的概率或许会远超边际继续下降的概率，到时候，在股价足够低的前提下，或许依然存在投资机会。

图表 17：可比公司相对估值表

股票代码	公司名称	货币单位	现价	市值 (百万)	营收YoY				P/S			
					2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
H股												
9922.HK	九毛九	港元	1.84	2,572	1%	-8%	2%	3%	0.4	0.4	0.4	0.4
9987.HK	百胜中国	港元	340.80	125,561	3%	4%	5%	6%	1.4	1.4	1.3	1.2
6862.HK	海底捞	港元	12.83	71,514	3%	3%	3%	3%	1.5	1.5	1.4	1.4
平均					3%	0%	4%	4%	1.1	1.1	1.1	1.0
0520.HK	呷哺呷哺	港元	1.00	1,086	-20%	-15%	3%	2%	0.2	0.2	0.2	0.2

注：九毛九、海底捞、呷哺呷哺来自华兴预测，其余来自 Wind 一致预期；截至 2025 年 10 月 30 日。

资料来源：Wind，公司公告，华兴证券

风险提示

上行风险：

- **管理变革快于预期：**如果呷哺/凑凑品牌的管理变革快于我们预期，集团的盈利能力和利润水平可能超出我们现有预期。
- **呷哺品牌加速开店：**呷哺集团的营收增速与门店数量高度相关，如果未来呷哺品牌加速扩张，集团业绩可能超出我们预期。
- **凑凑品牌运营表现超预期：**凑凑品牌当前处于变革之中，如果中短期颓势得以扭转，门店利润与集团业绩可能优于我们预期。

下行风险：

- **原材料价格上涨风险：**牛羊肉等原材料价格持续上涨会直接影响公司的毛利率水平，尽管公司可以通过提高菜品单价转移原材料价格上涨的部分，但仍然需要一定时间，这有可能导致公司年内的毛利率出现波动，给市场信心带来负面影响。
- **食品安全风险：**若因管控不力等因素出现食品安全问题将对公司的品牌力产生较大负面冲击，可能导致餐厅的客流量与单店营收出现下滑。
- **宏观经济下行：**如果未来中国大陆宏观经济出现持续下行，可能导致开店空间与单店利润受损，进而可能影响集团业绩。

附：财务报表

年结: 12月
 利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
营收	4,755	4,042	4,163	4,246
营业收入	4,755	4,042	4,163	4,246
营业成本	(1,673)	(1,354)	(1,395)	(1,422)
毛利润	3,082	2,688	2,768	2,824
管理及销售费用	(3,254)	(2,744)	(2,736)	(2,744)
息税前利润	(114)	(16)	74	122
息税折旧及摊销前利润	663	628	705	732
利息收入	0	0	0	0
利息支出	(71)	(50)	(52)	(54)
税前利润	(389)	(126)	(42)	2
所得税	(9)	(17)	(23)	1
净利润	(401)	(145)	(66)	2
基本每股收益 (RMB)	(0.37)	(0.13)	(0.06)	0.00

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,520	1,302	1,654	1,665
货币资金	363	236	463	577
应收账款	315	288	333	300
存货	289	225	305	235
其他流动资产	553	553	553	553
非流动资产	1,827	1,728	1,559	1,353
固定资产	556	443	315	168
无形资产	7	8	8	8
商誉	0	0	0	0
其他	384	414	449	492
资产	3,347	3,029	3,212	3,018
流动负债	1,824	1,639	1,887	1,697
短期借款	380	380	380	380
预收账款	0	0	0	0
应付账款	236	173	248	181
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	678	719	751	775
负债	2,502	2,358	2,638	2,472
股份	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	774	598	501	472
归属于母公司所有者权益	774	598	501	472
少数股东权益	71	73	74	74
负债及所有者权益	3,347	3,029	3,212	3,018

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	(401)	(145)	(66)	2
折旧摊销	777	644	632	610
利息（收入）/支出	0	0	0	0
其他非现金科目	(9)	(17)	(23)	1
其他	305	17	32	27
营运资本变动	31	(99)	103	(101)
经营活动产生的现金流量	715	418	702	539
资本支出	421	(119)	(128)	(136)
收购及投资	(449)	(30)	(36)	(43)
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	(1)	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(28)	(149)	(164)	(179)
股利支出	(60)	(30)	(30)	(30)
债务筹集（偿还）	0	0	0	0
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	(524)	(366)	(280)	(215)
筹资活动产生的现金流量	(584)	(395)	(309)	(245)
现金及现金等价物净增加额	233	(127)	227	113
自由现金流	(29)	(129)	166	48

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
呷哺品牌门店数量	993	1,058	N/A	N/A
凑凑品牌门店数量	284	304	N/A	N/A

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	(19.7)	(15.0)	3.0	2.0
毛利润	(16.8)	(12.8)	3.0	2.0
息税折旧及摊销前利润	(34.5)	(5.3)	12.3	3.8
净利润	(100.9)	63.9	54.6	103.6
稀释每股调整收益	(100.9)	63.9	54.6	103.6
盈利率 (%)				
毛利率	64.8	66.5	66.5	66.5
息税折旧摊销前利润率	13.9	15.5	16.9	17.2
息税前利润率	(2.4)	(0.4)	1.8	2.9
净利率	(8.4)	(3.6)	(1.6)	0.1
净资产收益率	(51.8)	(24.2)	(13.1)	0.5
总资产收益率	(12.0)	(4.8)	(2.0)	0.1
流动资产比率 (x)				
流动比率	0.8	0.8	0.9	1.0
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.8
估值比率 (x)				
市盈率	N/A	N/A	N/A	412.0
市净率	1.7	1.5	1.7	1.8
市销率	0.2	0.2	0.2	0.2

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与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，任何机构和个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%。