

持有

亏损大幅收窄，期待经营调整效果

呷哺呷哺 (520.HK)

2025-11-06 星期四

【投资要点】

➤ 经营压力犹存，但 25H1 大幅减亏

受外部环境影响，公司近几年经营承压，品牌处于调整阶段。25H1 公司实现收入 19.42 亿元，同比-18.88%；其中呷哺呷哺品牌收入 11.35 亿元，同比-13.5%；凑凑品牌收入 7.45 亿元，同比-25.8%。公司归母净利润为-0.84 亿元，较去年同期-2.72 亿元同比大幅减亏，主要得益于原材料成本的改善和资产减值损失的收窄。

➤ 呷哺呷哺开启内部合伙制，有望稳步拓店

截至 25H1，呷哺呷哺门店数合计 763 家，其中一线/二线/三线及以下/海外门店占比分别为 42.6%/41.0%/16.0%/0.4%，门店数同比净-63 家，但较 2024 年底净+3 家，门店数企稳，后续有望稳步拓店。公司近年持续改进呷哺门店，包括推广小店模式、控制工程成本等，上半年整体翻座率为 2.6 倍，去年同期为 2.3 倍；同店销售 910.4 百万元，同比-15.6%；客单价同比-5.9 元至 53.7 元。公司今年 7 月开始推行合伙制，目前合伙门店共 5 家，经营利润率表现较普通门店优秀，公司计划 2026 年底前净+60 家合伙门店，有望改善经营利润率。

➤ 凑凑品牌承压，处于闭店阶段

截至 25H1，凑凑门店数合计 174 家，其中一线/二线/三线及以下城市/海外门店数占比分别为 36.8%/52.3%/1.7%/9.2%，门店数同比净-71 家，较 2024 年底净-23 家，仍处于闭店阶段。凑凑品牌整体翻座率为 1.4 倍，去年同期为 1.6 倍；同店销售 653 百万元，同比-14.0%；客单价同比+6.0 元至 143.8 元。凑凑品牌仍处于调整阵痛期，公司于今年 7 月推行自助与单点的“双点”模式，试点表现明显优于普通门店，公司后续将推广至中国内地所有门店。

➤ 维持“持有”评级，目标价 1.15 港元

公司呷哺呷哺品牌自 23 年以来持续盈利，但凑凑品牌仍处于调整阶段，因此拖累业绩。公司今年一系列整改措施已初显成效，后续进一步观察效果的可持续性。我们预期 25-27 年公司实现归母净利润分别为-2.42/-0.21/0.11 亿元，给予 1.15 港元/股目标价，对应 26 年约 0.25 倍 PS，较现价有 17.3% 的涨幅空间，给予“持有”评级。

百万人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额	5,918	4,755	4,075	3,831	3,901
同比增长 (%)	25.3%	-19.7%	-14.3%	-6.0%	1.8%
毛利率	62.6%	64.8%	65.8%	65.8%	65.8%
归母净利润	-199	-396	-242	-21	11
同比增长 (%)	43.5%	-98.7%	39.0%	91.4%	151.9%
净利润率	-3.4%	-8.3%	-5.9%	-0.5%	0.3%
每股盈利	-0.18	-0.36	-0.22	-0.02	0.01
PE	NA	NA	NA	NA	89.7

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

目标价：**1.15 港元**
 现价：**0.98 港元**
 预计升幅：**17.3%**

重要数据

日期	2025-11-05
收盘价 (港元)	0.98
总股本 (亿股)	10.86
总市值 (亿港元)	10.64
净资产 (亿元)	7.65
总资产 (亿元)	29.96
52 周高低 (港元)	0.60/1.33
每股净资产 (元)	0.64

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

贺光启	39.50%
Ying Qi Investments Limited	6.34%

相关报告

呷哺呷哺(520.HK)首发报告-20201230
 呷哺呷哺(520.HK)更新报告-20210505
 呷哺呷哺(520.HK)更新报告-20210907
 呷哺呷哺(520.HK)即时点评-20220905
 呷哺呷哺(520.HK)更新报告-20230905

研究部

姓名：李芳芳
 SFC：BJO038
 电话：0755-82846267
 Email:liff@gyzq.com.hk

【报告正文】

➤ 经营压力犹存，但 25H1 大幅减亏

受外部环境影响，公司近几年经营承压，品牌处于调整阶段。25H1 公司实现收入 19.42 亿元，同比-18.88%；其中呷哺呷哺品牌收入 11.35 亿元，同比-13.5%；凑凑品牌收入 7.45 亿元，同比-25.8%。公司归母净利润为-0.84 亿元，较去年同期-2.72 亿元同比大幅减亏，主要得益于原材料成本的改善和资产减值损失的收窄。

从成本端看，原材料成本同比-22.5%至 6.41 亿元，成本收入比为 33.02%，同比-1.54pct；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，人工费用率同比+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%。

图 1：公司营收及同比（亿元）

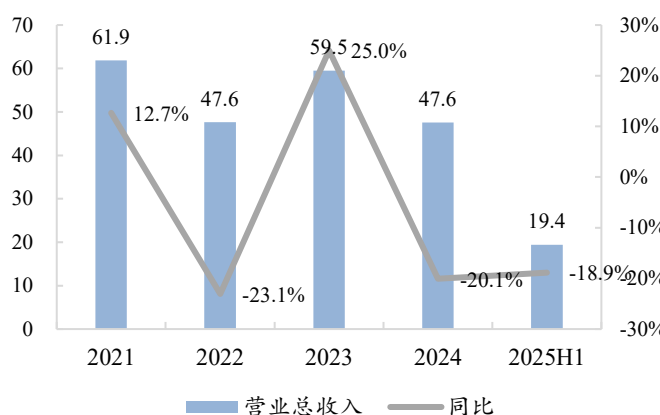
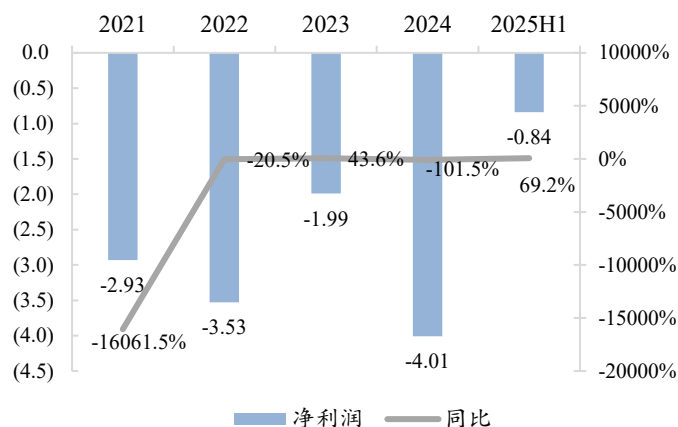


图 2：公司净利润及同比（亿元）



资料来源：公司季报、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司季报、国元证券经纪（香港）整理

➤ 呷哺呷哺开启内部合伙制，有望稳步拓店

截至 25H1，呷哺呷哺门店数合计 763 家，其中一线/二线/三线及以下/海外门店占比分别为 42.6%/41.0%/16.0%/0.4%，门店数同比净-63 家，但较 2024 年底净+3 家，门店数企稳，后续有望稳步拓店。公司近年持续改进呷哺门店，包括推广小店模式、控制工程成本等，上半年整体翻座率为 2.6 倍，去年同期为 2.3 倍；同店销售 910.4 百万元，同比-15.6%；客单价同比-5.9 元至 53.7 元。

公司今年 7 月开始推行内部合伙制，目前合伙门店共 5 家，经营利润率表现较普通门店优秀，从三季度的经营数据看，合伙门店 7 月和 8 月的餐厅利润率在 30% 以上，9 月作为销售较小月份，餐厅利润率仍达 24%，预计 10 月经营利润率接近 30%。该合伙机制旨在通过利润分享激励现有员工更努力工作，并吸引

集团前员工及外部优秀餐饮人才加入，公司计划 2026 年底前净+60 家合伙门店，有望改善经营利润率。

➤ 凑凑品牌承压，处于闭店阶段

截至 25H1，凑凑门店数合计 174 家，其中一线/二线/三线及以下城市/海外门店数占比分别为 36.8%/52.3%/1.7%/9.2%，门店数同比净-71 家，较 2024 年底净-23 家，仍处于闭店阶段。凑凑品牌整体翻座率为 1.4 倍，去年同期为 1.6 倍；同店销售 653 百万元，同比-14.0%；客单价同比+6.0 元至 143.8 元。

凑凑品牌仍处于调整阵痛期，公司于今年 7 月推行自助与单点的“双点”模式，以匹配客户需求。截至 10 月 19 日，“双点”模式下业绩增长 49%（对比未试行“双点”门店），试点门店表现明显优于普通门店，公司计划后续将推广至中国内地所有门店。

图 3：公司分品牌门店数

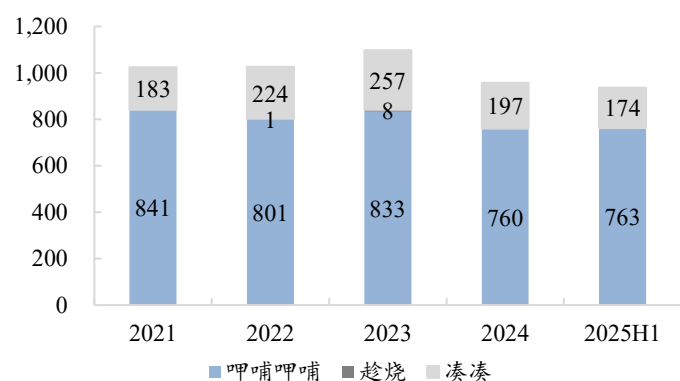
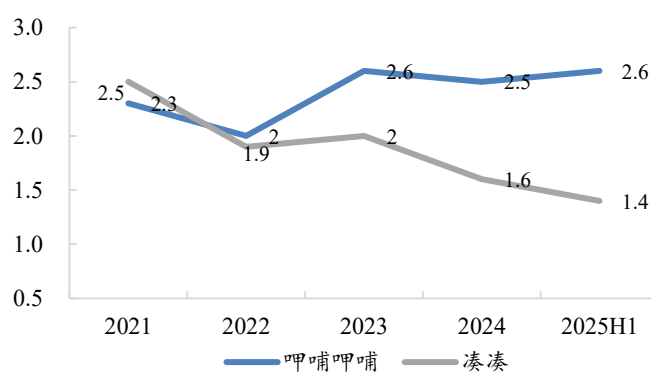
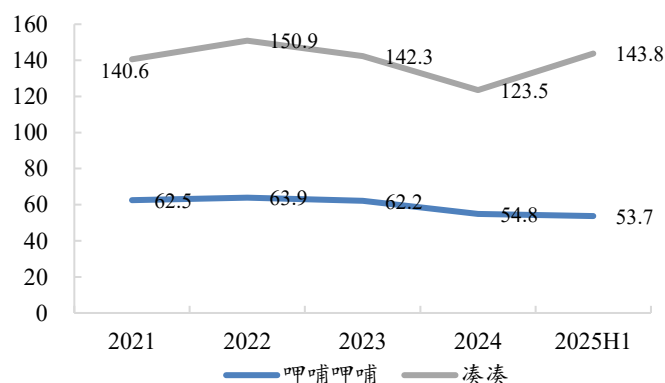


图 4：公司分品牌翻台率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

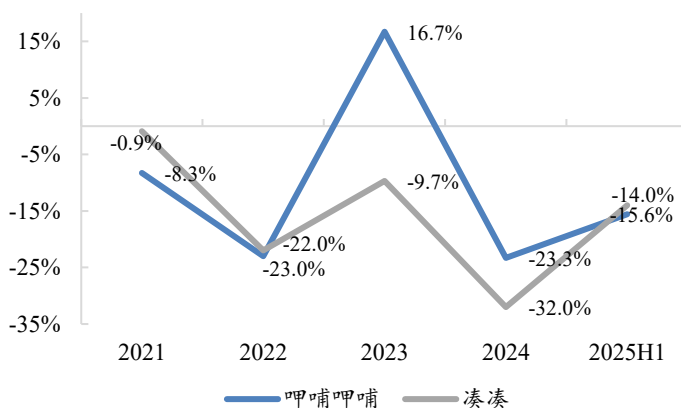
图 5：公司分品牌 ASP 表现（元）



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 6：公司分品牌同店日均销售额同比表现



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

➤ 给予“持有”评级，目标价 1.15 港元/股

公司呷哺呷哺品牌自 23 年以来持续盈利，但凑凑品牌仍处于调整阶段，因此拖累业绩。公司今年一系列整改措施已初显成效，后续进一步观察效果的可持续性。我们预期 25-27 年公司实现归母净利润分别为-2.42/-0.21/0.11 亿元，给予 1.15 港元/股目标价，对应 26 年约 0.25 倍 PS，较现价有 17.3% 的涨幅空间，给予“持有”评级。

表 1：行业估值比较（20251105）

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
9987.HK	百胜中国	HKD	342.80	1,242	17.6	17.0	15.8	14.6	2.8	2.7	2.6	2.3
1405.HK	达势股份	HKD	79.35	104	174.7	64.1	39.0	27.0	4.1	3.9	3.5	3.1
6862.HK	海底捞	HKD	12.80	713	14.0	15.2	13.7	12.5	6.8	5.6	4.9	4.2
9922.HK	九毛九	HKD	1.81	25	42.0	16.8	10.4	8.2	0.7	0.7	0.7	0.6
平均					62.1	28.3	19.7	15.6	3.6	3.2	2.9	2.6
0520.HK	呷哺呷哺	HKD	0.98	11	NA	NA	NA	89.7	1.1	1.7	1.7	1.7

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 市场竞争加剧；
2. 食品安全；
3. 品牌老化；
4. 食材成本大幅上涨等。

【财务报表摘要】

损益表 (人民币 百万元, 财务年度截至12月)						财务分析					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	5,918	4,755	4,075	3,831	3,901	盈利能力					
营业成本	(2,214)	(1,673)	(1,394)	(1,310)	(1,334)	毛利率 (%)	62.6%	64.8%	65.8%	65.8%	65.8%
毛利	3,704	3,082	2,681	2,521	2,567	净利率 (%)	-3.4%	-8.3%	-5.9%	-0.5%	0.3%
其他收入	140	57	41	38	39						
员工成本	(1,863)	(1,613)	(1,398)	(1,322)	(1,346)	营运表现					
物业租金	(311)	(298)	(245)	(230)	(234)	实际税率 (%)	-56.3%	-2.4%	-2.4%	-22.5%	22.5%
折旧摊销	(929)	(777)	(572)	(410)	(443)	存货周转天数	79	69	70	70	70
税前盈利	(124)	(389)	(236)	(17)	14	资产周转天数	260	286	273	255	257
所得税	(70)	(9)	(6)	(4)	(3)						
净利润	(194)	(398)	(242)	(21)	11	偿债能力					
少数股东损益	(5)	2	0	0	0	资产负债率	69.1%	74.8%	79.3%	78.9%	80.6%
归母净利润	(199)	(396)	(242)	(21)	11	流动比率	0.82	0.83	0.84	0.90	0.81
EPS (元/股)	(0.18)	(0.36)	(0.22)	(0.02)	0.01	速动比率	0.63	0.67	0.70	0.76	0.67
资产负债表						现金流量表					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	129	363	354	490	376	除税前利润	(124)	(389)	(236)	(17)	14
应收账款及票据	394	315	288	278	299	折旧及摊销	929	777	572	410	443
存货	346	289	245	257	255	支付所得税	(24)	(22)	(6)	(4)	(3)
总流动资产	1,540	1,520	1,441	1,579	1,483	经营性现金流	1,135	715	319	495	428
固定资产	894	556	308	277	321						
使用权资产	1,254	879	630	378	689	资本开支	(432)	(238)	(202)	(222)	(242)
租金押金	185	148	133	127	152	其他投资活动	(363)	209	215	27	(5)
总资产	4,116	3,347	2,756	2,604	2,888	投资性现金流	(794)	(29)	13	(195)	(247)
其他应付款	558	486	402	433	418						
应付帐款	269	236	184	211	191	已付利息及股利	(60)	(30)	(33)	0	0
短期银行贷款	249	380	480	530	530	其他融资活动	(450)	(422)	(308)	(164)	(295)
总流动负债	1,885	1,824	1,716	1,749	1,821	融资性现金流	(510)	(452)	(341)	(164)	(295)
长期贷款	0	0	0	0	0						
租赁负债	894	619	410	246	448	现金变化	(169)	235	(9)	136	(113)
总负债	2,846	2,502	2,185	2,054	2,328	期初持有现金	301	129	363	354	490
股东权益	1,270	845	570	550	560	期末持有现金	129	363	354	490	376

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）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。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>