

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\$13.84

股价上行/下行空间 +47%

52 周最高/最低价 (HK\$) 18.88/12.43

市值 (US\$mn) 9,926

当前发行数量(百万股) 5,574

三个月平均日交易额 (US\$mn) 47

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

NP United Holding Ltd 32

按 2025 年 11 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

“不一样的海底捞”持续探索门店新模型

- 受季节性因素及节假日拉动，海底捞整体门店十月表现较好；
- “不一样的海底捞”计划推出宠物友好主题门店，红石榴计划孵化出“小嗨爱炸 hiburger”汉堡门店；
- 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。

受季节性因素及节假日拉动，预计海底捞整体门店十月表现较好：1) 考虑海底捞门店积极开展营销活动，消费者到店意愿增加，我们预计 10 月整体翻台率都维持在健康的水平，十月整体翻台率环比明显上升、高于去年同期水平，翻台率同比低单位数增长。同店翻台率变动趋势与整体店基本一致。2) “不一样的海底捞”计划持续发力，公司在推出臻选店（客单价超 500 元）、概念店、鲜切主题店、亲子主题店、夜宵主题店之后，于近期推出了宠物友好主题门店。据南方农村报报道，首家宠物友好主题门店位于深圳，提供“萌宠专属套餐”。店内每日会供应五款宠物套餐，并设有小份和大份两种规格。门店同时还售卖磨牙棒、鸡胸肉干、萌爪蛋糕、羊奶乳酪蛋糕、奶油杯等宠物零食。宠物友好主题店的单店模型暂未可知，宠物代替了传统店铺中人的餐位，客单价相较于传统店铺表现如何则需要进一步求证。3) 此外，根据赢商网报道，海底捞进军西式快餐行业，于长沙万象城开出首个“小嗨爱炸 hiburger”汉堡门店，目前提供四款汉堡。hiburger 属于海底捞红石榴计划下孵化出的新品牌，未来发展值得期待。4) 10 月新开海底捞直营门店 7 家，关闭 10 家。新开业请烤肉铺子 2 家。

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%。根据 1H25 业绩公告，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。公司股价最近有较为明显的回调，当前 TTM P/E 仅 15 倍，后续股价如继续回调，我们认为将是很好的买入机会。

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 47% 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	14.7	14.2	13.8

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					现金流量表				
(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E	(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
海底捞餐饮营收	40,398	41,358	42,321	43,257	净利润	4,708	4,836	4,981	5,124
其他餐厅营收	483	725	1,015	1,320	折旧摊销	2,558	2,620	2,717	2,811
其他营收	1,874	2,067	2,252	2,425	利息（收入）/支出	0	0	0	0
营业收入	42,755	44,150	45,588	47,001	其他非现金科目	(1,924)	(1,976)	(2,035)	(2,094)
营业成本	(16,211)	(16,777)	(17,323)	(17,861)	其他	(259)	115	110	105
毛利润	26,544	27,373	28,265	29,141	营运资本变动	815	206	208	180
管理及销售费用	(20,684)	(21,338)	(22,044)	(22,737)	经营活动产生的现金流量	7,634	7,597	7,836	8,040
息税前利润	6,899	7,084	7,294	7,501	资本支出	(68)	(72)	(72)	(72)
息税折旧及摊销前利润	9,457	9,704	10,011	10,312	收购及投资	0	0	0	0
利息收入	0	0	0	0	处置固定资产及投资	0	0	0	0
利息支出	(275)	(280)	(286)	(291)	其他	333	(217)	(29)	(37)
税前利润	6,624	6,804	7,008	7,210	投资活动产生的现金流量	(91)	(289)	(101)	(109)
所得税	(1,924)	(1,976)	(2,035)	(2,094)	股利支出	(5,996)	(4,473)	(4,473)	(4,594)
净利润	4,708	4,836	4,981	5,124	债务筹集（偿还）	(570)	(98)	0	0
基本每股收益 (RMB)	0.84	0.87	0.89	0.92	发行（回购）股份	0	0	0	0
资产负债表					其他	(1,065)	(1,879)	(437)	(448)
(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E	筹资活动产生的现金流量	(7,630)	(6,449)	(4,909)	(5,042)
流动资产	12,874	13,966	16,824	19,775	现金及现金等价物净增加额	(69)	877	2,845	2,908
货币资金	7,475	8,352	11,197	14,105	自由现金流	8,011	7,582	7,826	8,035
应收账款	1,792	1,992	1,995	2,018	关键假设				
存货	1,061	1,075	1,086	1,105		2024A	2025E	2026E	2027E
其他流动资产	2,547	2,547	2,547	2,547	中国大陆门店数量	1,332	1,382	1,426	1,464
非流动资产	9,907	7,775	5,722	3,601	其他地区门店数量	23	23	23	23
固定资产	3,320	1,482	(464)	(2,510)	财务比率				
无形资产	52	52	52	52		2024A	2025E	2026E	2027E
商誉	85	85	85	85	YoY (%)				
其他	5,518	5,373	5,267	5,192	营业收入	3.1	3.3	3.3	3.1
资产	22,781	21,740	22,546	23,376	毛利润	8.3	3.1	3.3	3.1
流动负债	7,021	7,150	7,374	7,599	息税折旧及摊销前利润	3.6	2.6	3.2	3.0
短期借款	98	0	0	0	净利润	4.6	2.7	3.0	2.9
预收账款	0	0	0	0	稀释每股调整收益	4.6	2.7	3.0	2.9
应付账款	1,796	1,859	1,920	1,979	盈利率 (%)				
长期借款	0	0	0	0	毛利率	62.1	62.0	62.0	62.0
非流动负债	5,154	5,216	5,279	5,344	息税折旧摊销前利润率	22.1	22.0	22.0	21.9
负债	12,364	12,472	12,760	13,049	息税前利润率	16.1	16.0	16.0	16.0
股份	0	0	0	0	净利率	11.0	11.0	10.9	10.9
资本公积	0	0	0	0	净资产收益率	45.1	52.0	50.7	49.4
未分配利润	10,434	9,292	9,819	10,368	总资产收益率	20.7	22.2	22.1	21.9
归属于母公司所有者权益	10,434	9,292	9,819	10,368	流动资产比率 (x)				
少数股东权益	(16)	(24)	(33)	(41)	流动比率	1.8	2.0	2.3	2.6
负债及所有者权益	22,781	21,740	22,546	23,376	速动比率	1.7	1.8	2.1	2.5
					估值比率 (x)				
					市盈率	16.7	14.7	14.2	13.8
					市净率	7.5	7.7	7.3	6.9
					市销率	1.7	1.6	1.6	1.5

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

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%。