



港股研究 | 公司深度 | 海底捞 (06862.HK)

海底捞深度报告：以服务立身，凭供应链致远

报告要点

海底捞是一家品牌矩阵丰富、管理特色突出、供应链壁垒深厚的大型餐饮企业。我们看好海底捞主要基于：1、海底捞主品牌的极致服务深入人心，在下沉市场仍有开店潜力，新品牌矩阵加速构建，打造了主品牌筑基+新品牌破局的双轮驱动的成长蓝图；2、海底捞单店模型优势突出，翻台率高，运营效率与盈利能力强劲，奠定扎实的业绩基础；3、供应链体系成熟，从源头把控食材品质，为全国门店提供稳定、统一、安全的食材保障。未来，公司有望在餐饮市场持续领航。

分析师及联系人



赵刚

SAC: S0490517020001

SFC: BUX176



杨会强

SAC: S0490520080013



马健轩

海底捞 (06862.HK)

2025-12-08

港股研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

海底捞深度报告：以服务立身，凭供应链致远

海底捞：从服务标杆到多品牌矩阵

海底捞以川味火锅为内核，沸腾三十年铸就全球中式餐饮龙头。纵观公司发展历程，可简单分为扩张期、深度调整期、新品牌探索期三个阶段，历经周期，重整旗鼓再出发。海底捞，产品端，从经典牛油锅底到清油麻辣，始终锚定川味本源，更以“生日惊喜、美甲擦鞋”等极致服务立本，构建差异化壁垒。公司治理方面，股权结构稳定，创始人团队持股集中，战略执行高效。团队管理层面，核心员工激励方案纵深推进，从店长到总部骨干均纳入股权激励，深度绑定团队与企业成长。近年通过主品牌门店优化与新品牌如焰请烤肉铺子等拓展市场，进一步巩固市场地位，驱动业绩增长，在规模扩张的同时，不断夯实盈利能力，为长远发展筑牢根基。

火锅行业：存量竞争下的分化与突围

火锅是中餐最大细分赛道，2024 年以超 6000 亿元的市场规模占据中餐 14.5% 的份额，远超其他菜系，当下已迈入存量整合阶段。火锅的品类丰富度堪称中餐之最，从川渝麻辣到粤式滋补，从酸汤到清汤，广泛的受众基础赋予其稳定的生命力，男女老少皆可消费，适配各类聚餐场景。同时，火锅具备标准化程度高与运营高效的双重优势，易实现供应链统一管控与门店快速复制。反映到财务上，火锅行业达成了更高的单餐位营收与利润率，成为中餐领域的领跑者。优质赛道面临更加激烈的竞争，当前全国火锅店数超 55 万家，个体经营的小店星罗棋布，即便身为头部品牌的海底捞，市占率仅 6.9%。如巴奴、怂火锅等凭借“毛肚火锅”、“热辣火锅”等定位特色品牌，实现细分领域突围，不断分流高端客群，进一步加剧了行业竞争的激烈程度。

核心竞争优势：服务、管理能力与强供应链共同构筑品牌护城河

海底捞以极致服务为核心竞争力，卓越的管理能力与强大的供应链共同构筑品牌护城河。服务层面，从等位时的美甲擦鞋、用餐时的细节关怀到售后的快速响应，海底捞依托服务特色成为消费者心中“服务标杆”的代名词，构建起品牌护城河；独特的师徒制组织模式，让服务标准和经验得以层层传递，举报人保密与神秘人嘉宴巡查保障服务制度落地。此外，强大的管理运营能力让其成熟的单店模型更显优势，从门店选址、动线设计到人员培训均实现标准化运营，兼顾坪效与顾客体验，在提升翻台率的同时保障盈利稳定性。最后，其创新驱动的供应链体系是坚实后盾，通过智能中央厨房实现底料标准化生产，全链路冷链保障食材新鲜度，既守住品质底线，又通过规模化采购降低了成本，多重优势叠加，让其在餐饮赛道持续展现强大竞争力。

主副品牌双轮驱动，稳基本盘拓增量空间

海底捞主品牌在下沉市场仍具备开店潜力，新品牌矩阵加速构建，形成“主品牌筑基+新品牌破局”双轮驱动成长的新格局。我们看好海底捞主要基于：1、海底捞主品牌的极致服务深入人心，在下沉市场仍有开店潜力，新品牌矩阵加速构建，打造了主品牌筑基+新品牌破局的双轮驱动的成长蓝图；2、海底捞单店模型优势突出，翻台率高，运营效率与盈利能力强劲，奠定扎实的业绩基础；3、供应链体系成熟，从源头把控食材品质，为全国门店提供稳定、统一、安全的食材保障。未来，公司有望在餐饮市场持续领航预计公司 2025 年-2027 年实现归母净利润 43.35、47.82、52.78 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

1、消费复苏缓慢；2、业务成本上升；3、展店不及预期；4、行业竞争加剧。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 13.66

注：股价为 2025 年 12 月 5 日收盘价



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 海底捞：从服务标杆到多品牌矩阵 | 7 |
| 三十年铸就全球中式餐饮龙头 | 8 |
| 创始人团队控股，核心员工激励充分 | 10 |
| 门店持续优化，多品牌协同发展 | 14 |
| 火锅行业：存量竞争下的分化与突围 | 16 |
| 火锅：中餐最大细分赛道 | 16 |
| 竞争格局：行业集中度低，连锁化率有提升空间 | 19 |
| 核心趋势：品质化、个性化需求与场景创新 | 22 |
| 核心竞争优势：服务、管理能力与强供应链共同构筑品牌护城河 | 24 |
| 极致服务体验，构筑强大品牌壁垒 | 24 |
| 门店运营优势显著，对比同行凸显竞争力 | 26 |
| 创新驱动的供应链体系，保障品质与成本优势 | 27 |
| 主副品牌双轮驱动，稳基本盘拓增量空间 | 29 |
| 发展空间：下沉市场加盟与新品牌拓展潜力大 | 29 |
| 投资建议与盈利预测 | 33 |
| 风险提示 | 35 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：海底捞股价复盘 | 7 |
| 图 2：海底捞主营产品以及服务 | 8 |
| 图 3：海底捞发展历程与门店变化（家） | 9 |
| 图 4：海底捞不同时期发展计划 | 10 |
| 图 5：海底捞股东及子公司、联营公司（截至 2025 年 6 月 30 日） | 11 |
| 图 6：海底捞师徒制 | 13 |
| 图 7：海底捞组织架构变化 | 14 |
| 图 8：海底捞营收（亿元）及同比增速 | 14 |
| 图 9：海底捞归母净利润（亿元）及同比增速 | 14 |
| 图 10：海底捞收入结构以门店为主（2025H1） | 15 |
| 图 11：海底捞人均消费（元）2020 年后开始下滑 | 15 |
| 图 12：海底捞翻台率（次/天）触底回升 | 15 |
| 图 13：海底捞同店销售额同比增速 | 15 |
| 图 14：2021 年后原材料成本占比呈现下滑趋势 | 16 |
| 图 15：海底捞净利率 | 16 |
| 图 16：海底捞门店数量（家） | 16 |
| 图 17：海底捞部分子品牌截至 2025 年 6 月门店数量（家） | 16 |
| 图 18：2024 年按照菜系划分的中餐厅收入占比 | 17 |
| 图 19：分线城市火锅市场规模（十亿元） | 17 |

| | |
|---|----|
| 图 20: 不同派系火锅门店数占比及代表性品牌 (截至 2025 年 2 月) | 17 |
| 图 21: 火锅相比其他品类竞争优势 | 18 |
| 图 22: 美团线上正餐品类近 3 年营业中门店数量占比分布 (截至 2024 年 3 月) | 18 |
| 图 23: 美团线上正餐品类近 3 年订单量占比分布 | 18 |
| 图 24: 2019 年中国餐饮各业态每餐位营收 (万元) | 19 |
| 图 25: 2019 年中国餐饮各业态成本占营收比例, 火锅人力较低 | 19 |
| 图 26: 2019 年中国餐饮各业态毛利率与净利率 | 19 |
| 图 27: 2023 年全国火锅品牌门店规模区间占比 | 20 |
| 图 28: 2024 年中国火锅市场主要参与者市场份额 | 20 |
| 图 29: 2020 年-2024 年火锅消费区间占比分布 | 20 |
| 图 30: 2019-2024 年上半年火锅行业整体客单价 (元) | 20 |
| 图 31: 以门店数量计, 全国头部火锅品牌 (面积大小为门店数量, 截至 2025 年 6 月) | 21 |
| 图 32: 近一年火锅行业整体门店数量 (万家) | 21 |
| 图 33: 火锅行业连锁化率 | 21 |
| 图 34: 火锅行业关店率处于较高水平 (2024 年前三季度) | 22 |
| 图 35: 火锅消费频率预期 | 22 |
| 图 36: 各年龄段对火锅喜爱度, 30 岁以下消费者更加偏好 | 22 |
| 图 37: 分年龄段火锅消费频率预期 (2025 年 VS2024 年) | 23 |
| 图 38: 2024 年中国火锅消费者喜爱的火锅类型 | 23 |
| 图 39: 2024 年中国火锅消费者店铺选择主要因素 | 23 |
| 图 40: 海底捞极致服务抢占消费者心智 | 24 |
| 图 41: 海底捞服务能够自发社交裂变 | 25 |
| 图 42: 公司结构层级及权力 | 26 |
| 图 43: 各品牌 2024 年门店数量 (家) | 26 |
| 图 44: 各品牌 2024 年翻台率 (次/天) 及人均消费 (元) | 26 |
| 图 45: 海底捞上游供应商 | 28 |
| 图 46: 蜀海供应链四大核心能力 | 29 |
| 图 47: 海底捞中国大陆门店城市数量分布 | 29 |
| 图 48: 海底捞中国大陆门店类型数量分布 (2025 年 8 月) | 29 |
| 图 49: 海底捞加盟 | 30 |
| 图 50: 预计可开不同数量海底捞门店的三线及以下城市数量 (个) | 31 |
| 图 51: 海底捞加盟门店预计开店空间 (家) | 31 |
| 图 52: 烧烤与火锅属于同一场景类型 | 32 |
| 图 53: 全国烧烤行业市场规模 (亿元) 及同比 | 32 |
| 图 54: 餐饮不同品类连锁化率 | 32 |
| 图 55: 2024 年连锁渗透率中国中式快餐低于西式快餐及美、日快餐 | 33 |
| 图 56: 2024 年中国中式快餐前五大企业市占率偏低 | 33 |
| 图 57: 中国快餐行业规模 (十亿元) | 33 |
| 表 1: 海底捞董事会及管理層 | 11 |
| 表 2: 目前火锅行业趋势 | 23 |
| 表 3: 海底捞与巴奴单店模型比较 (2024 年中国大陆地区) | 27 |

| | |
|------------------------------------|----|
| 表 4：海底捞加盟店以及红石榴计划部分品牌开店（家）预期 | 31 |
| 表 5：海底捞估值模型 | 33 |

海底捞：从服务标杆到多品牌矩阵

复盘海底捞上市至今股价，上市初期公司处于成长期，市场给予了公司 PEG 约为 1 的估值水平，随后公司估值水平因多种因素不断波动，最终在步入稳定期后，市场给予公司 15-20X 的 PE 水平。

上市初期（2018 年 9 月-2019 年 7 月）：海底捞上市初期，市场基于对公司的开店潜力及业绩增长的乐观预期，给予了较高估值，在此阶段，公司 PEG（市场一致预期）从 0.6 增长到 1。

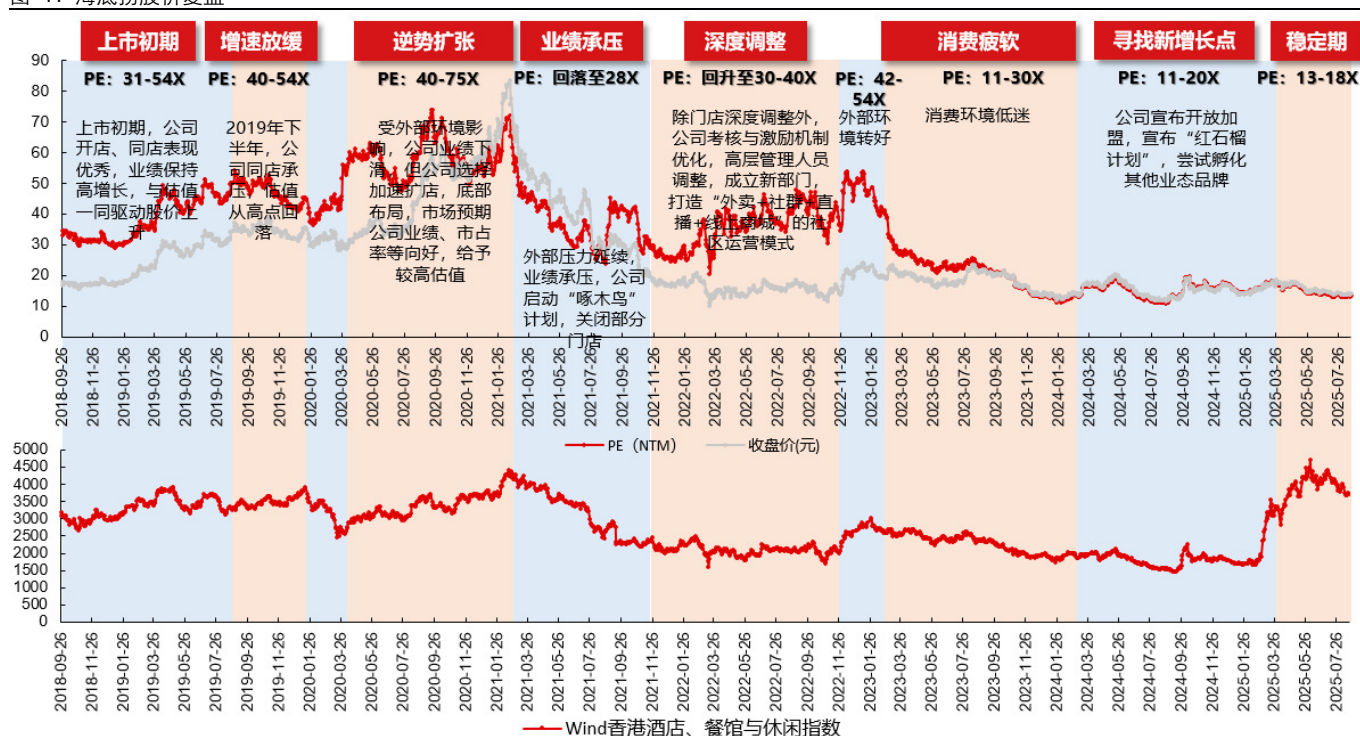
增速放缓（2019 年 7 月-2020 年 3 月）：从 2019 年下半年开始，公司同店开始承压，公司 PE 回落，此阶段公司 PEG（市场一致预期）短暂跌到 1 以下，随后随着公司业绩预测增速下调，PEG（市场一致预期）稳定在 1.0-1.3 区间。

逆势扩张（2020 年 4 月-2021 年 2 月）：外部环境承压，公司选择逆势扩张，彼时市场预期外部环境能较快好转，鉴于海底捞在 2019 年之前门店的优异表现，在行业出清、公司底部布局、市占率提升的预期下，海底捞股价快速上升。

业绩承压，深度调整（2021 年 3 月-2022 年 11 月）：外部环境重新承压，叠加公司门店增长乏力，公司 PE（NTM）一路下调，公司开始对考核与激励机制、团队管理层进行调整。

业绩回升，公司步入稳定期（2022 年 12 月至今）：2023 年外部环境转好，公司业绩如期释放，公司 PE（NTM）回升，随后由于消费环境持续低迷、公司成长增速放缓，PE（NTM）水平下探至 15X。展望后市，随着公司存量门店经营改善、高比例分红回馈股东、开放加盟、孵化其他业态品牌，公司步入稳健成长期，PE（NTM）稳定在 15-20X。

图 1：海底捞股价复盘



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

三十年铸就全球中式餐饮龙头

以川味火锅为核，凭极致服务立本。海底捞是一家以川味火锅为主打，融合各地特色的大型餐饮企业，凭借独特的服务理念和产品创新逐步成长为全球火锅标杆品牌。其核心产品涵盖牛油、番茄、菌汤等经典锅底及鲜切牛肉、毛肚等涮品。公司秉持“服务至上、顾客至上”理念，凭借美甲、生日惊喜、儿童游乐区等特色服务，为顾客打造极致用餐体验。

图 2：海底捞主营产品及服务



资料来源：海底捞官网，长江证券研究所

纵观海底捞发展历程，前期以服务为本，通过师徒制培养人才，中期布局产业链，实现国际化，当下正孵化新品牌，探索新增长曲线。

第一阶段（1994 年-1998 年）：创业奠基，以服务破局。

1994 年，公司创始人张勇在四川简阳创立海底捞，彼时火锅市场竞争激烈，海底捞口味并不突出。张勇另辟蹊径，提出“服务至上”理念，通过为顾客提供远超同行的贴心服务，如主动帮忙拎包、擦皮鞋等，吸引客源，逐渐在当地站稳脚跟，初步塑造“服务好”的品牌印象，为后续发展筑牢根基。

第二阶段（1999 年-2005 年）：跨区扩张，探索运营模式。

1999 年，海底捞迈出省外扩张第一步，在西安开设分店。通过师徒制培养人才，确保服务品质可复制。2003、2005 年，海底捞推出员工配股等奖励计划，激励员工积极性。同时，积极探索新运营模式，2003 年“非典”期间推出火锅外卖，被《焦点访谈》报道，成为餐饮行业创新典范。这一阶段，海底捞成功将区域品牌影响力扩展至全国多地，异地扩张模式逐渐成熟。

第三阶段（2005 年-2016 年）：产业链布局，开启国际化。

2006 年，成都分公司生产基地投产，标志着产业链布局的开启。此后，相继成立蜀海供应链、颐海国际等关联企业。2012 年，海底捞首家海外门店在新加坡开业，正式进军国际市场，2013 年、2014 年又分别进入美国、韩国市场。

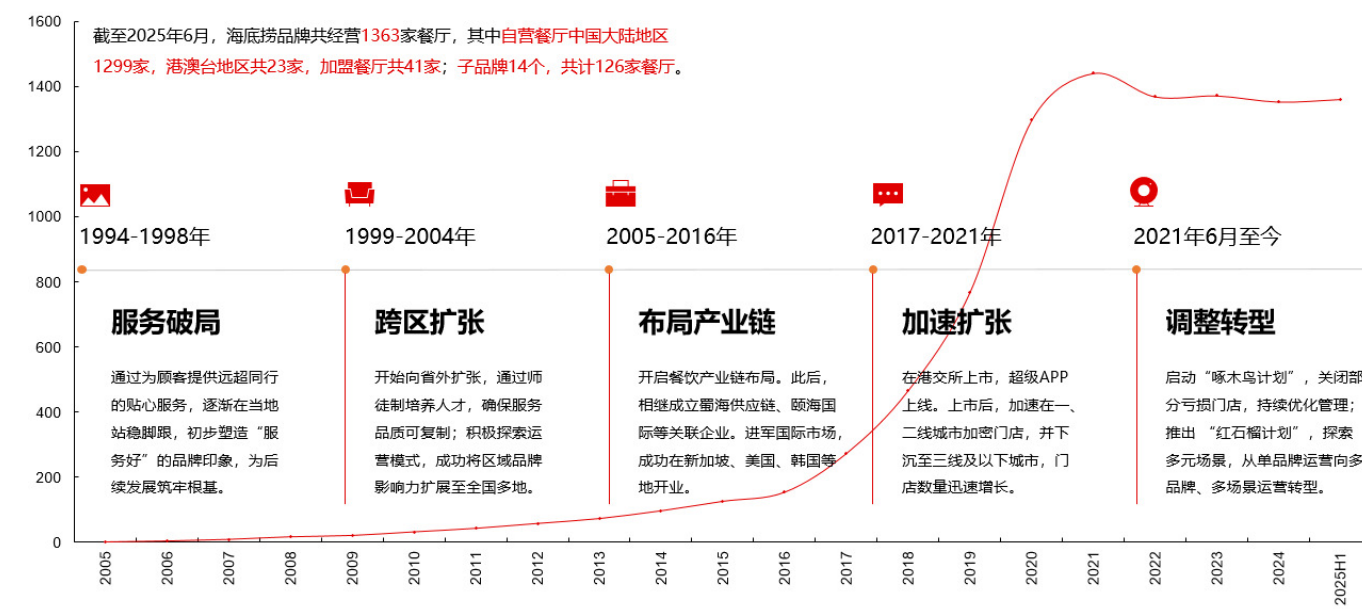
第四阶段（2017 年-2021 年）：加速扩张，登陆资本市场。

2017 年，海底捞进驻中国香港市场，2018 年，首家智慧餐厅在北京营业，同年在港交所上市，超级 APP 上线。上市后，海底捞加速在一、二线城市加密门店，并下沉至三线及以下城市，门店数量从 2017 年的 273 家迅速增长至 2021 年 6 月的 1597 家。

第五阶段（2021 年 6 月-至今）：调整转型，重寻增长路径。

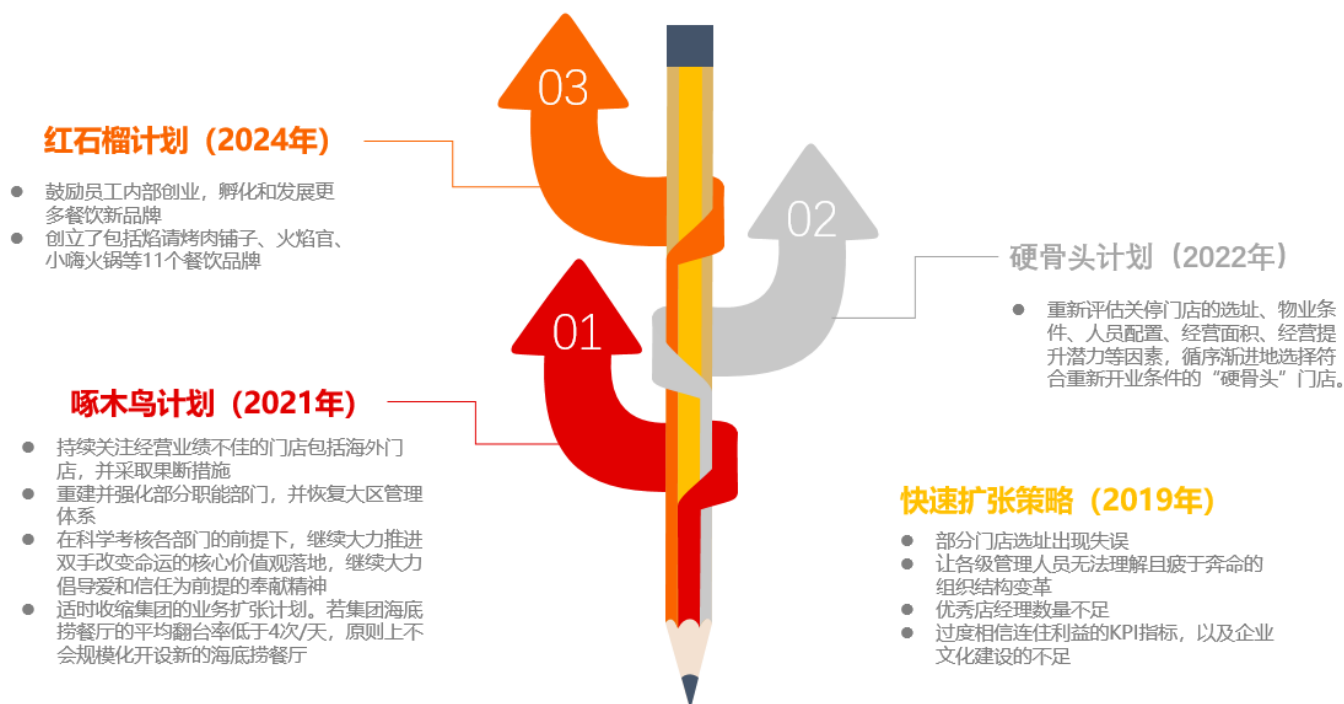
2021 年下半年，受行业需求不振及前期扩张过快影响，海底捞业绩下滑，公司迎接挑战，启动“啄木鸟计划”，关闭部分亏损门店，持续优化管理、调整单店模型。2024 年，公司推出“红石榴计划”，鼓励孵化新餐饮品牌，探索露营火锅等多元场景，从单品牌运营向多品牌、多场景运营转型，公司重回增长轨道。

图 3：海底捞发展历程与门店变化（家）



资料来源：公司官网，公司公告，《张勇传》陈艳芳、陈润（2021 年 9 月），《向海底捞学习》成杰（2012 年 5 月），长江证券研究所

图 4：海底捞不同时期发展计划

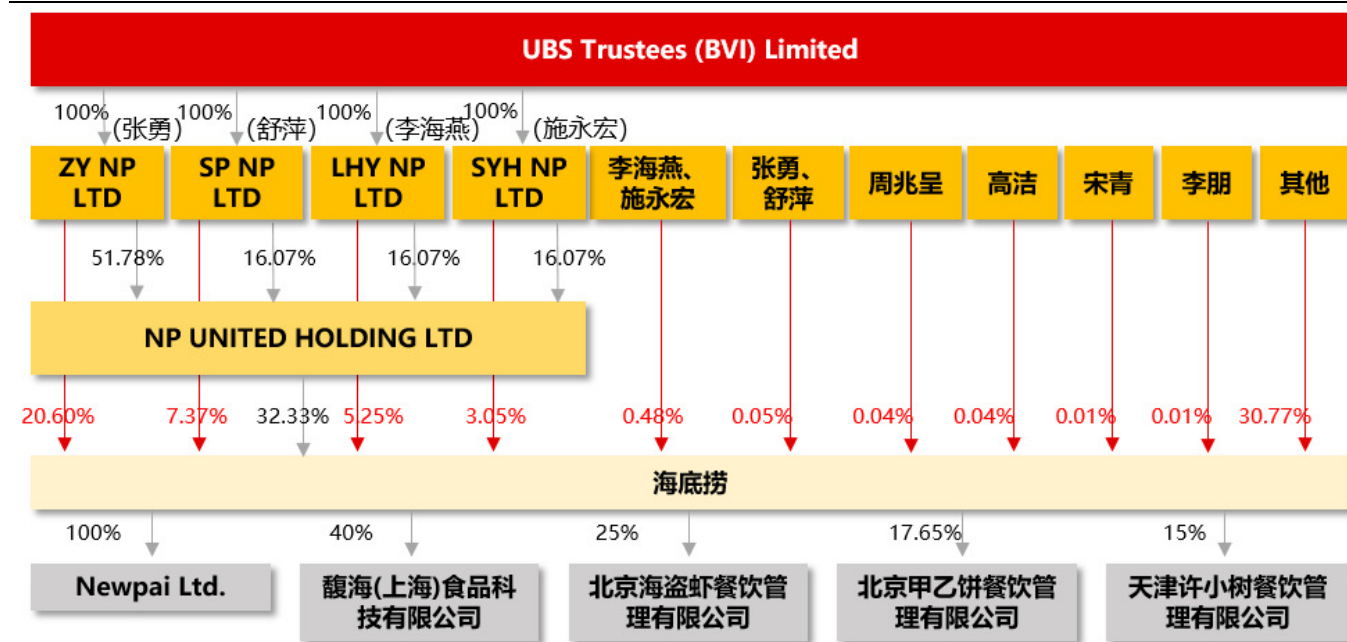


资料来源：公司公告，长江证券研究所

创始人团队控股，核心员工激励充分

海底捞股权结构稳定集中，为发展筑牢根基。截至 2025 年 6 月 30 日，张勇与舒萍夫妇通过 NP United Holding Ltd.、ZY NP Ltd.等持股主体，直接和间接掌控公司约 60.35% 的股份，牢牢把控决策权。联合创始人施永宏及其一致行动人共持有约 8.78% 股份，公司执行董事周兆呈、高洁等均有持股。前几大股东凭借丰富行业经验与战略眼光，引领海底捞在门店扩张、品牌建设等方面稳步前行，为海底捞应对市场变化、持续创新发展提供坚实后盾。

图 5：海底捞股东及子公司、联营公司（截至 2025 年 6 月 30 日）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

股权激励深度绑定超 1500 名核心骨干与公司发展利益，充分彰显激励机制的普惠性与战略性。2021 年 5 月，海底捞推出股权激励计划，以 1.59 亿股股份授予员工。其中 1.43 亿股覆盖中层骨干，17 名董事及高管 1590 万股。股份以信托代持，归属期长达十年。考核围绕未来业绩指标与创新项目贡献，旨在深度绑定员工与公司利益，激励员工长期投身公司发展，为海底捞持续扩张、提升运营水平注入强大动力，稳固人才根基。

海底捞管理层展现出深厚行业积淀与卓越领导能力，为公司稳健前行注入强劲动力。2024 年 7 月 1 日起，苟轶群接任 CEO，其自 2000 年加入海底捞，历经首席财务官、供应链管理负责人等多岗位历练，在战略决策、企业管理等方面经验老到，主导设立创业创新与数字化运营委员会，为公司转型发展指明方向（原 CEO 杨利娟转任特海国际 CEO）。此外，核心管理层成员在各自分管领域均深耕多年，凭借丰富经验，协同推动海底捞在门店运营、品牌创新、成本管控等方面稳步提升，支撑公司持续发展。

表 1：海底捞董事会及管理层

| 姓名 | 职位 | 加入公司时间 | 简介 |
|-----|----------|------------|---|
| 张勇 | 执行董事，董事长 | 1994 年 4 月 | 张勇先生，为创始人之一，拥有逾 30 年餐厅管理经验。自 2009 年 7 月起，张勇先生一直任四川海底捞董事兼董事长。张勇先生自 2016 年 3 月起任颐海非执行董事。张勇先生自 2025 年 4 月起任茶姬控股有限公司(CHA.NASDAQ)董事。张勇先生亦于本集团六间附属公司担任董事。 |
| 周兆呈 | 执行董事，副主席 | 2018 年 4 月 | 加入本集团前，周兆呈先生于 1994 年 9 月至 1997 年 6 月任《经贸导报》记者，1997 年 6 月至 1998 年 7 月任《新华日报》记者。周兆呈先生于 1999 年 9 月至 2015 年 10 月历任新加坡联合早报高级新闻编辑、副编辑主任及联合早报网主编。周兆呈先生于 2015 年 11 月至 2016 年 12 月担任联合早报助理副总裁（新兴业务），然后于 2017 年 1 月至 2018 年 3 月担任 SingaporePressHoldingsLimited 新兴市场副总裁，直接负责新加坡以外的新市场以及如电子商务等新兴业务的开发管理。 |
| 高洁 | 执行董事 | 2016 年 8 月 | 加入本集团前，自 2016 年 2 月至 2016 年 8 月，其担任北京微酷客科技有限公司的文案策划，负责电商运营。自 2014 年 12 月至 2016 年 2 月，高洁女士于北京四三九九信息科技有限公司担任游戏策划。自 2013 年 9 月至 2014 年 8 月，其亦于 |

| | | | |
|----------------------|----------------|-------------|--|
| 西班牙格拉纳达大学孔子学院担任汉语教师。 | | | |
| 李朋 | 执行董事，财务总监，公司秘书 | 2014 年 | 加入本集团前，李朋先生在消费行业众多大型公司担任多个职位。于 2002 年 3 月至 2012 年 3 月，李朋先生于中粮可口可乐饮料（陕西）有限公司（前称西安中萃可口可乐饮料有限公司）历任会计师、分公司财务经理及中心控制经理。于 2012 年 4 月至 2014 年 1 月，彼担任百威（中国）销售有限公司北京分公司财务经理。 |
| 宋青 | 执行董事，常务副总经理 | 2000 年 8 月 | 彼自 2002 年 5 月至 2008 年 7 月先后担任多个地区的门店经理；2008 年 8 月至 2015 年 5 月担任区域经理；2015 年 5 月至 2021 年 5 月担任本公司的教练。 |
| 荀轶群 | 执行董事，首席执行官 | 2000 年 1 月 | 自 2024 年 7 月 1 日起获委任为本公司执行董事及首席执行官。荀轶群先生自 2000 年 1 月起为本集团的关键成员，拥有逾 25 年的行业及管理经验。荀轶群先生亦曾于四川海底捞担任多个重要职位，于 2001 年 12 月至 2009 年 6 月担任财务负责人，于 2009 年 7 月至 2014 年 12 月担任财务总监兼副总经理，并于 2009 年 7 月至 2022 年 5 月担任董事。 |
| 邵志东 | 总监，首席信息官 | 2010 年 4 月 | 邵志东先生于 2010 年 4 月加入四川海底捞，历任人力资源管理部部长、信息部部长及新技术创新部部长等多个职务。彼亦于 2010 年 4 月至 2013 年 6 月期间担任海底捞大学校长，于 2018 年至 2020 年 8 月期间担任执行董事。邵志东先生于 2006 年 10 月至 2010 年 3 月任北京南北行文化发展有限公司总经理。 |
| 李瑜 | 首席运营官 | 2007 年 11 月 | 自 2021 年 6 月起任职本公司大区经理，主要负责中国台湾及部分海外餐厅的整体运营。李瑜先生亦担任本公司若干附属公司的董事及高级行政人员。李瑜先生自 2007 年 11 月加入本集团以来历任多个职位，先后担任多个地区的门店经理。 |
| 唐春霞 | 首席发展官 | 2018 年 4 月 | 唐女士为长江商学院创始管理层的一员。彼于 2002 年 7 月至 2018 年 4 月在长江商学院担任多个职务，包括 EMBA 课程创立市场及招生主任、校友事务及发展部执行主任、DBA 企业家学者项目创立招生主任、长江商学院创业创新社区创立执行主任及长江教育发展基金会创立秘书长。 |
| 郑程杰 | 公司秘书 | 2023 年 5 月 | 郑程杰先生为方圆企业服务集团(香港)有限公司(一家专业的企业服务提供商)之副总监，并于企业秘书领域拥有逾 10 年经验。彼为香港公司治理公会及英国特许公司治理公会之会士。 |

资料来源：Wind，长江证券研究所

在基层，海底捞的师徒制，既是其人才造血的核心机制，更是自下而上发展战略的关键支撑。这套机制以“师徒利益绑定”为核心，老员工带教新员工时，不仅能传递标准化服务经验，更能分享一线实战中的应变智慧，让优质服务能力快速在门店复制。同时，徒弟的业绩与师傅的收益直接挂钩，既激发了师傅倾囊相授的动力，也让徒弟更主动吸收经验。这种从基层生长出的培养模式，让每个门店都能成为战略落地的“细胞”，一线员工基于实战提出的改进建议，能通过师徒网络快速向上传递，最终形成自下而上的创新力与执行力，支撑着企业灵活应对市场变化。

图 6：海底捞师徒制



资料来源：公司公告，长江证券研究所

在管理架构方面，海底捞经历了多次组织架构调整，始终围绕市场适配与效率提升展开。

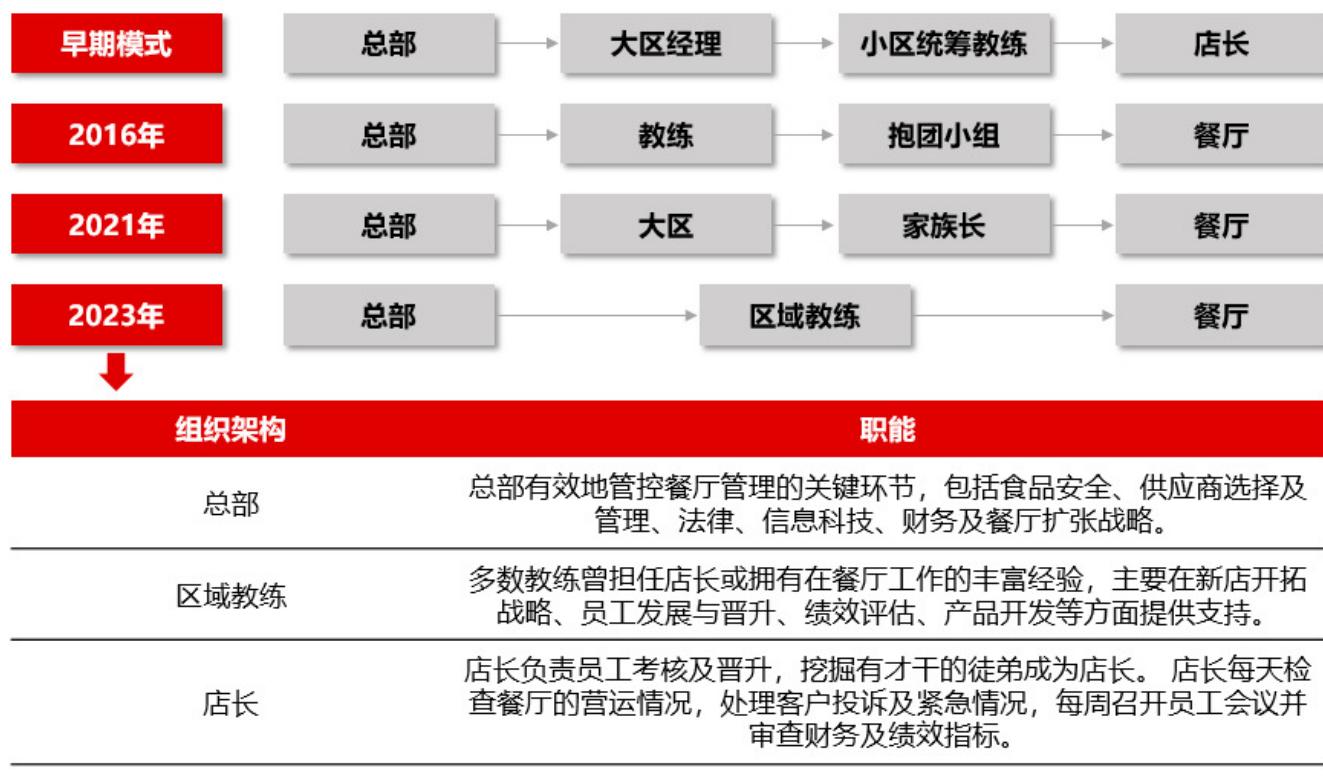
早期海底捞采用：总部-大区经理-小区统筹教练-店长的管理模式，随着门店数量增长，管理能力受到挑战，海底捞开始调整管理架构。

2016 年公司取消了大小区域模式，采用教练与抱团小组进行管理，餐厅可以直接向高级管理层汇报，教练组为餐厅提供支持服务，区域内的餐厅与临近餐厅形成抱团小组。

2021 年公司经营承压，对管理模式进行了修正，恢复了大区模式，家族长取代了小区统筹教练，虽然与早期模式相似，但管理层级更加贴近一线，门店的自主权一定程度上被压缩。

2023 年海底捞再次调整结构，总部聚焦战略与标准化建设，19 位区域教练按省区直接对接门店，承接总部指令并提供本地化指导，门店则获更大自主权。这让信息传递效率提升，一线需求能快速反馈至总部，总部决策也能迅速落地，区域教练还可推动区域特色产品与服务创新，使企业在保持标准化底线的同时，具备更强的市场应变弹性。

图 7：海底捞组织架构变化

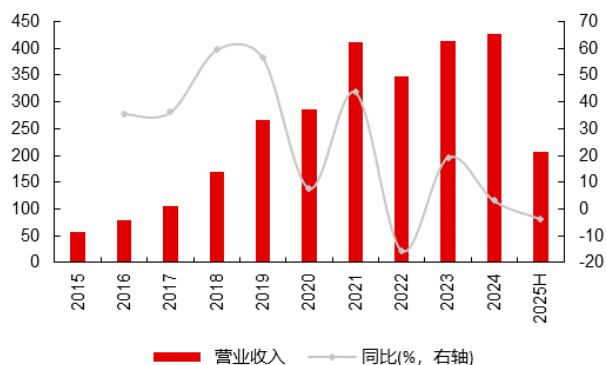


资料来源：公司公告，餐观局，长江证券研究所

门店持续优化，多品牌协同发展

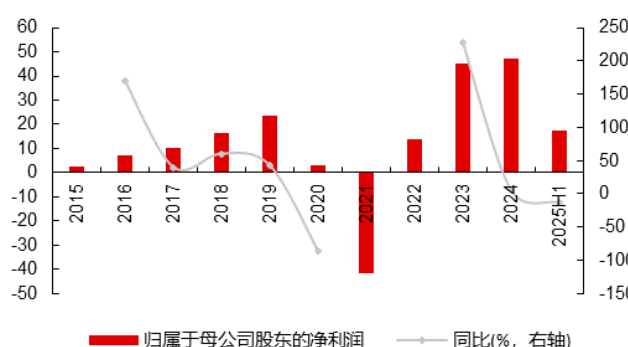
"先复苏后稳健"，展现出龙头企业的经营弹性与可持续竞争力。海底捞 2023 年迎来强势复苏，营业收入同比增长 19.3%，归母净利润同比激增 227.3%，主要受益于客流回升与“啄木鸟计划”对低效门店的优化，公司业绩展现充分弹性；2024 年转向稳健增长，营收与扣非归母净利润均实现个位数增长，增速趋稳但盈利能力持续提升，体现出品牌韧性和市场竞争力。2025 年上半年，翻台率下降叠加公司产品及场景创新影响下，营收与利润下滑。

图 8：海底捞营收（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

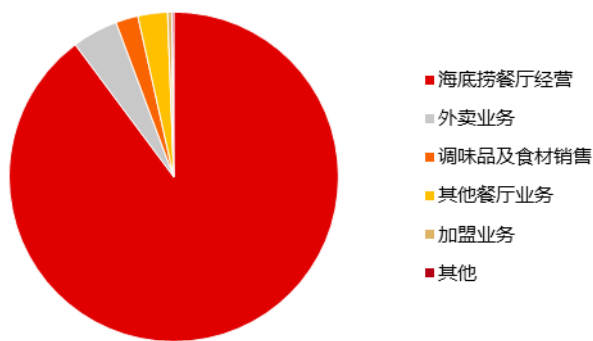
图 9：海底捞归母净利润（亿元）及同比增速



资料来源：Wind，长江证券研究所

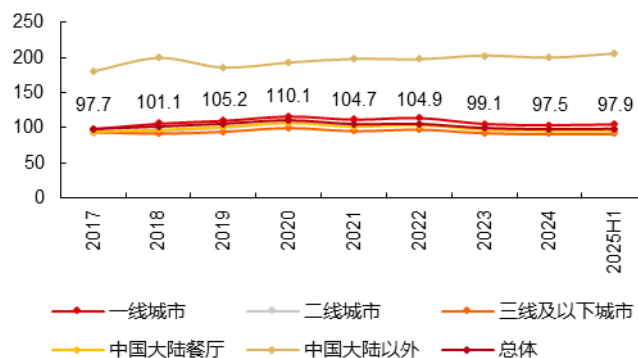
公司营收以门店堂食收入为主，人均消费保持稳健。海底捞营收结构仍以门店堂食收入为主，2025H1 占比高达 89.8%。2024 年海底捞大陆餐厅人均消费同比下滑，主要源于菜品结构变化，2025 年客单价保持稳健。凭借品牌吸引力与运营策略调整，海底捞平均翻台率从 2023 年的 3.8 次/天提升至 2024 年的 4.1 次/天；2025 年上半年，翻台率同比下降，主要受到行业竞争加剧及消费需求变化影响。

图 10：海底捞收入结构以门店为主（2025H1）



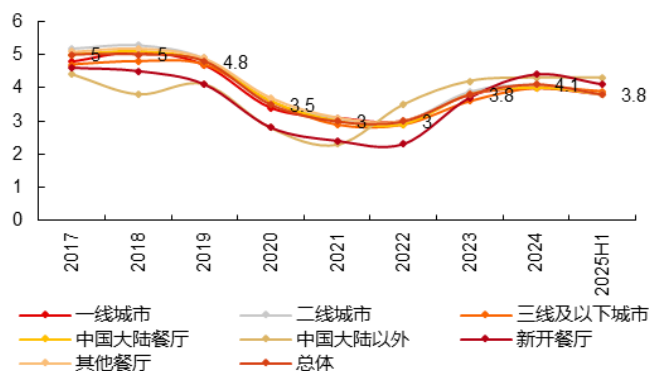
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 11：海底捞人均消费（元）2020 年后开始下滑



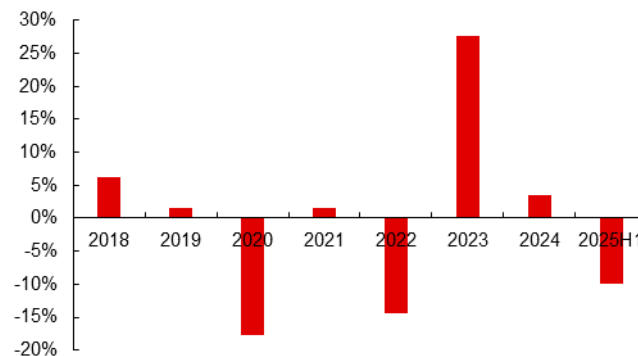
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 12：海底捞翻台率（次/天）触底回升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

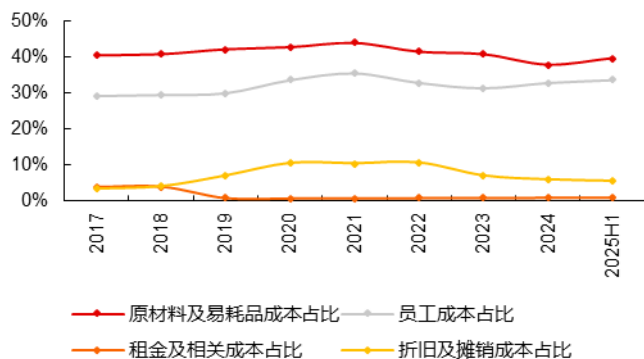
图 13：海底捞同店销售额同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

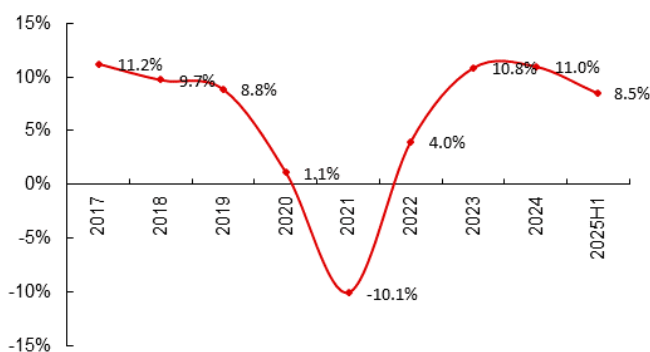
2025H1，海底捞成本费用有所提升，利润率下滑。2023-2024 年，受益于收入端的恢复以及采购价格降低、供应链优化等因素，公司在费用端与利润率方面展现出良好的趋势。2025 年上半年，公司原材料及易耗品成本占比同比增长 0.8pct 至 39.8%，主要系公司为提升顾客体验，增加了菜品以及物料消耗；员工成本占比从 33.3%增至 33.8%，主要因固定人工成本占比提高；租金及相关成本占比稳定在 1.0%；折旧及摊销成本占比从 6.2% 降至 5.6%，因部分餐厅资产前期提足折旧摊销；另外由于外卖业务费用增加，公司其他开支同比提升 1.1pct 至 5.2%。综合影响下，2025 年上半年海底捞净利率同比下降 0.99pct 至 8.47%，核心经营利润率 11.63%，同比下降 1.39pct。

图 14：2021 年后原材料成本占比呈现下滑趋势



资料来源：公司公告，长江证券研究所

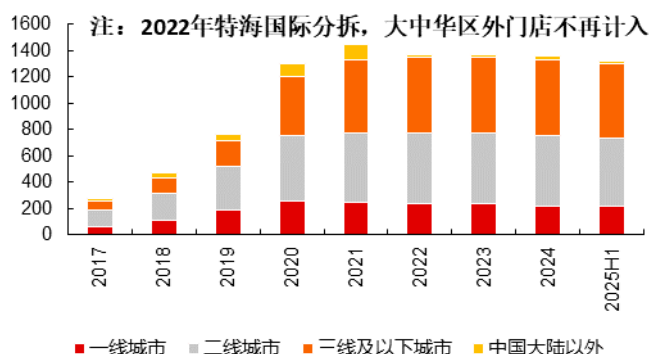
图 15：海底捞净利率



资料来源：公司公告，长江证券研究所

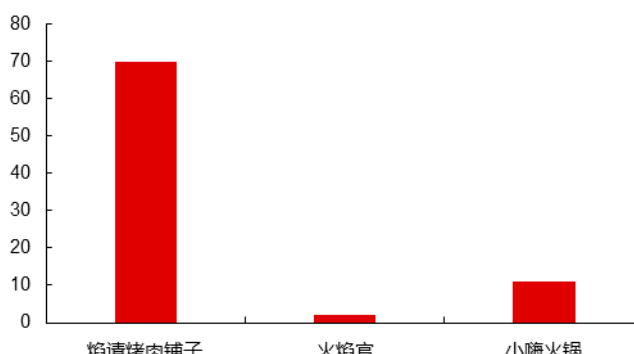
通过门店优化与新品牌拓展，进一步巩固市场地位，驱动业绩增长。2025H1 在门店方面，海底捞新开 28 家餐厅，其中自营 25 家、加盟 3 家，同时继续落实啄木鸟计划，关闭 33 家，上半年末共经营 1363 家餐厅，其中 41 家为加盟店，在“苛刻”的加盟条件下，加盟商仍展现出较高的加盟热情。在新品牌上，海底捞推进“红石榴计划”，创立焰请烤肉铺子、火焰官、小嗨火锅等 14 个餐饮品牌，共计 126 家门店，覆盖多元消费场景，为营收增长注入新动能。

图 16：海底捞门店数量（家）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 17：海底捞部分子品牌截至 2025 年 6 月门店数量（家）



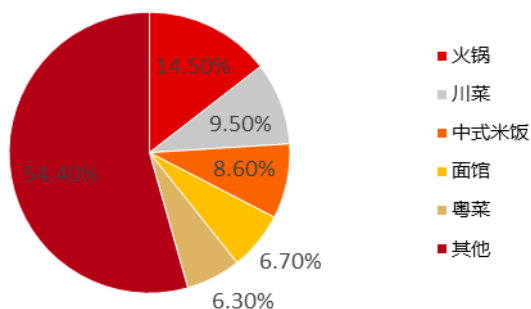
资料来源：窄门餐眼，火焰官官方公众号，公司公告，长江证券研究所

火锅行业：存量竞争下的分化与突围

火锅：中餐最大细分赛道

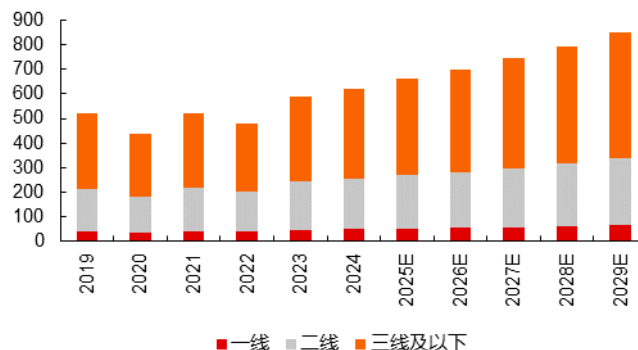
火锅作为中餐最大细分赛道，2024 年以超 6000 亿元的市场规模占据中餐约 14.5% 的份额，远超其他菜系。其品类丰富度堪称中餐之最：川渝麻辣火锅以牛油红汤、毛肚黄喉为标配；粤式打边炉用花胶鸡、海鲜熬煮鲜味高汤，主打养生滋补；北方涮羊肉以铜锅清汤配手切羊肉，讲究肉质本味；还有云南菌菇锅、潮汕牛肉锅等地域特色品类，以及近年兴起的泰式冬阴功、日式寿喜烧等跨界风味。从街头小店到高端连锁，从市井排档到外卖自热，火锅以“一锅包容万物”的特性，覆盖全场景消费需求，持续领跑中餐赛道。

图 18：2024 年按照菜系划分的中餐厅收入占比



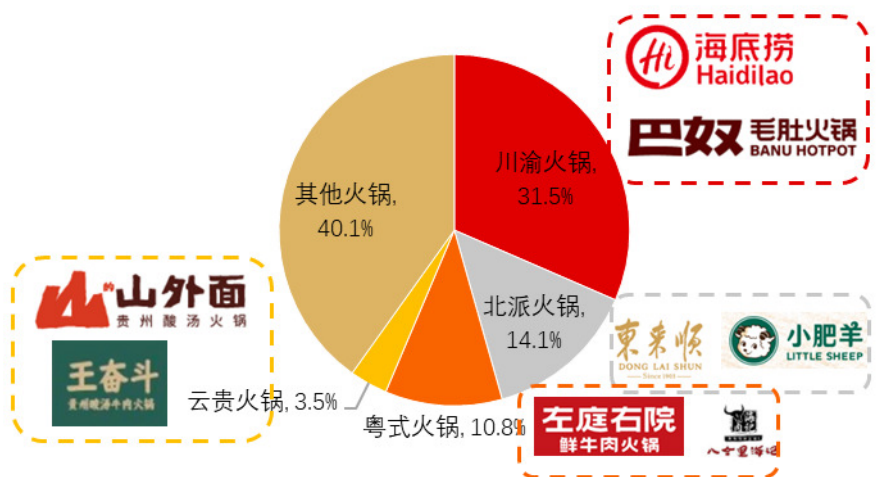
资料来源：巴奴国际招股书，弗若斯特沙利文，长江证券研究所

图 19：分线城市城市火锅市场规模（十亿元）



资料来源：巴奴国际招股书，弗若斯特沙利文，长江证券研究所

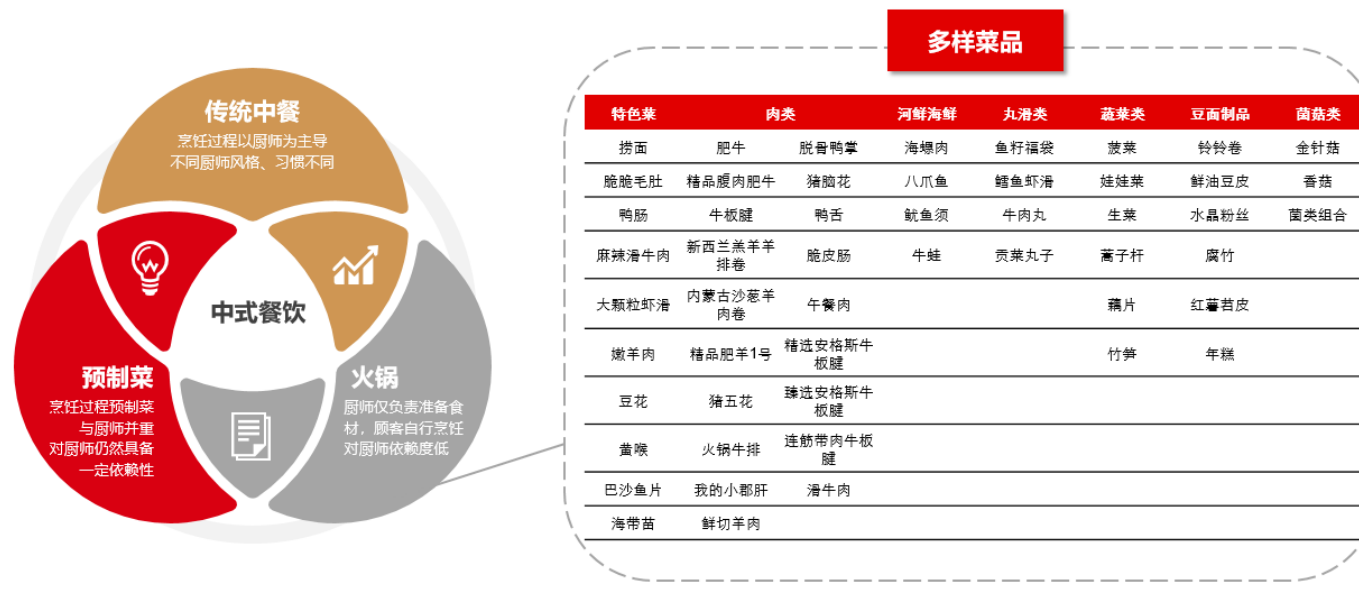
图 20：不同派系火锅门店数占比及代表性品牌（截至 2025 年 2 月）



资料来源：红餐大数据，巴奴招股书，各公司官网，长江证券研究所

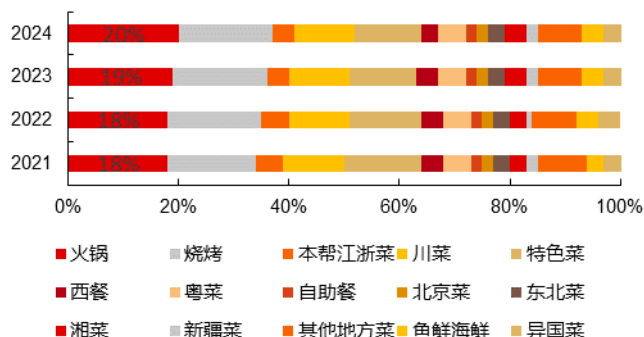
火锅具备标准化程度高与运营高效的双重优势，广泛的受众基础更使其具备持续的生命力。火锅在中餐品类中标准化优势显著，底料与食材可实现工业化量产，标准化生产线确保口味稳定；毛肚、肥牛等食材经预加工后，门店仅需简单摆盘，大幅降低对厨师依赖，缩减人力成本与培训周期。受众层面，火锅兼具“社交属性+口味包容”，麻辣、清汤、菌汤等多元锅底，搭配超百种食材选择，既能满足年轻群体聚餐社交，也适配家庭消费与商务宴请，全龄段覆盖特性使其成为中餐赛道中受众最广的品类之一，近年美团线上正餐营业品类中火锅占比不断提升。

图 21：火锅相比其他品类竞争优势



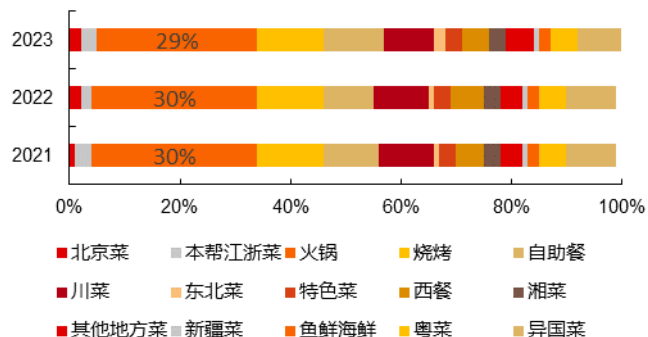
资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 22：美团线上正餐品类近 3 年营业中门店数量占比分布（截至 2024 年 3 月）



资料来源：美团团购，长江证券研究所

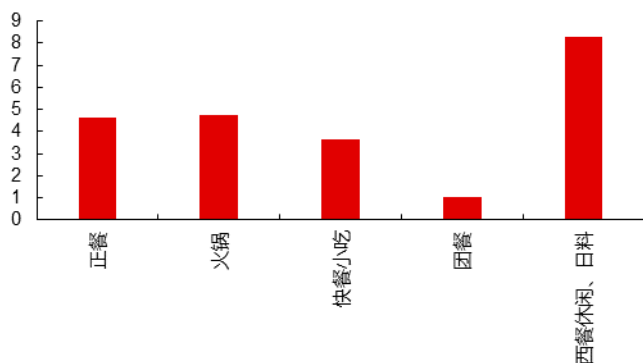
图 23：美团线上正餐品类近 3 年订单量占比分布



资料来源：美团团购，长江证券研究所

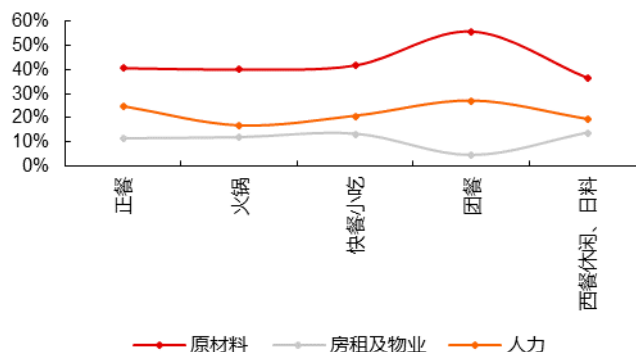
反映到财务上，火锅行业具备更高的单餐位营收及利润率。首先除一人食火锅外，火锅属于聚餐场景，在餐饮各业态中每餐位营收属于较高水平；火锅原材料选择多样，能够较好适应当地食材，减少食材运输成本，并且对厨师要求较低，整体看，火锅的人力成本率处于餐饮各业态中较低水平，其他成本处于行业中游，从而造就了其较高的毛利率与净利率，拥有较强的盈利能力。

图 24：2019 年中国餐饮各业态每餐位营收（万元）



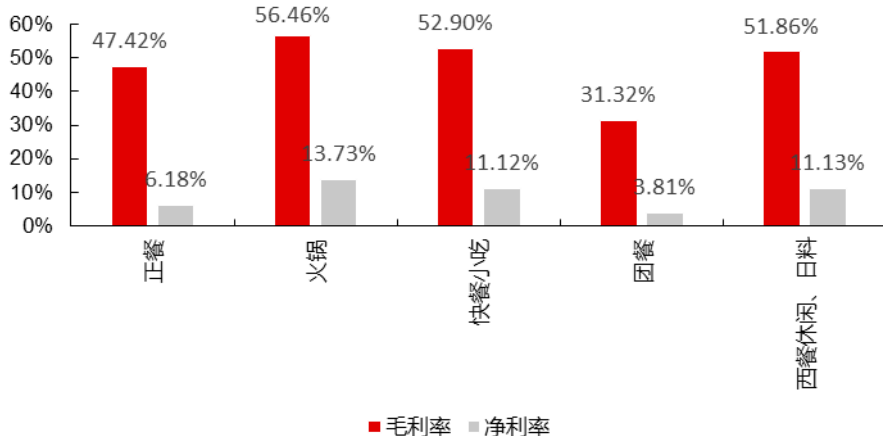
资料来源：中国饭店协会，长江证券研究所

图 25：2019 年中国餐饮各业态成本占营收比例，火锅人力较低



资料来源：中国饭店协会，长江证券研究所

图 26：2019 年中国餐饮各业态毛利率与净利率

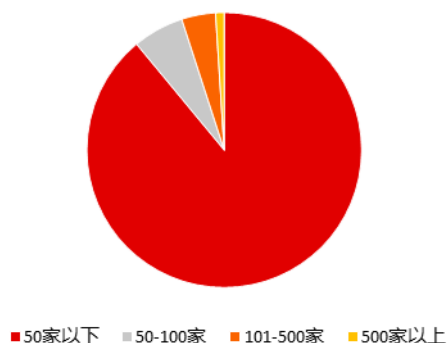


资料来源：中国饭店协会，长江证券研究所

竞争格局：行业集中度低，连锁化率有提升空间

当前，中国火锅行业竞争格局呈现出较为分散的态势，集中度较低。2025 年 11 月全国火锅店数量超 52 万家，其中个体经营的小店星罗棋布，占据了相当大的比例。在这片红海市场中，即便身为头部品牌的海底捞，市占率也并不高，2024 年全国火锅市场规模达 6199 亿元，海底捞市占率仅 6.7%。众品牌如巴奴、怂火锅等凭借“毛肚火锅”“热辣火锅”等定位特色品牌，不断分流高端客群，进一步加剧了行业竞争的激烈程度。

图 27：2023 年全国火锅品牌门店规模区间占比



资料来源：嘉世咨询，商启咨询，长江证券研究所

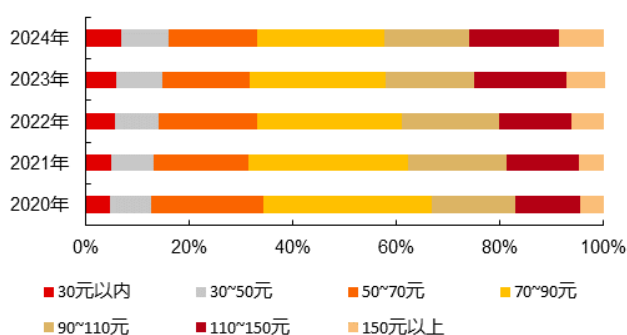
图 28：2024 年中国火锅市场主要参与者市场份额

| 品牌 | 市场份额 | 人均消费 (元) | 22 年-24 年 CAGR |
|------|------|----------|----------------|
| 海底捞 | 6.7% | 97.5 | 17.50% |
| 品牌 A | 0.4% | 54.8 | 6.90% |
| 品牌 B | 0.4% | 142 | 26.90% |
| 品牌 C | 0.3% | ~105 | ~5% |
| 品牌 D | 0.3% | 123.5 | -10.00% |
| 前五大 | 8.1% | | |

资料来源：巴奴国际招股书，弗若斯特沙利文，长江证券研究所

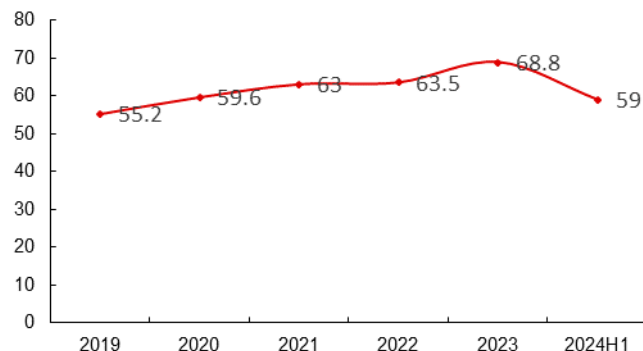
具体看，中国火锅市场呈现纺锤型竞争格局：高客单价与低客单价区间竞争压力相对较小，头部品牌门店规模突出，而 50-100 元价位区间竞争尤为激烈。从头部品牌表现看，50-100 元价位聚集了王婆大虾、呷哺呷哺、广顺兴等众多品牌，成为竞争焦点。反观客单价较高的海底捞，以及低客单价的许府牛表现亮眼，门店数量在火锅行业领先，行业头部形成了“两端品牌规模领先、中间品牌激烈角逐”的市场态势。

图 29：2020 年-2024 年火锅消费区间占比分布



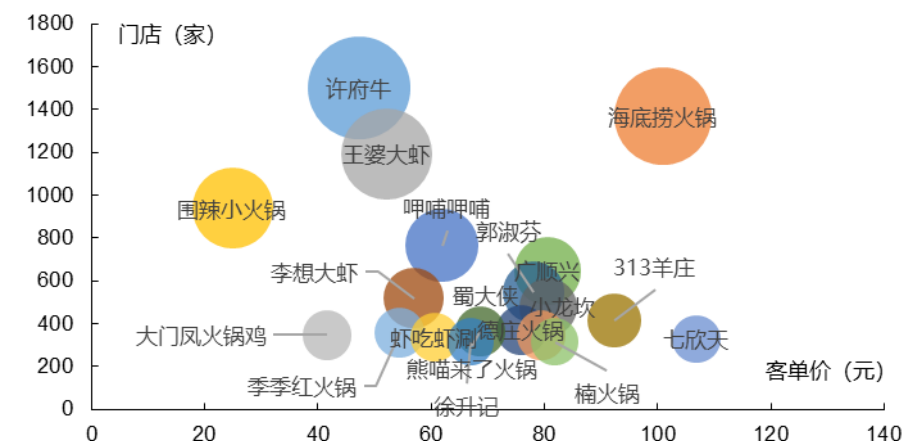
资料来源：餐里眼，长江证券研究所

图 30：2019-2024 年上半年火锅行业整体客单价（元）



资料来源：辰智大数据，长江证券研究所

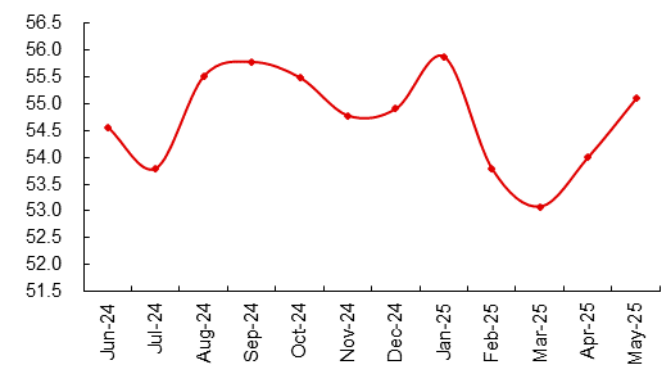
图 31：以门店数量计，全国头部火锅品牌（面积大小为门店数量，截至 2025 年 6 月）



资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所

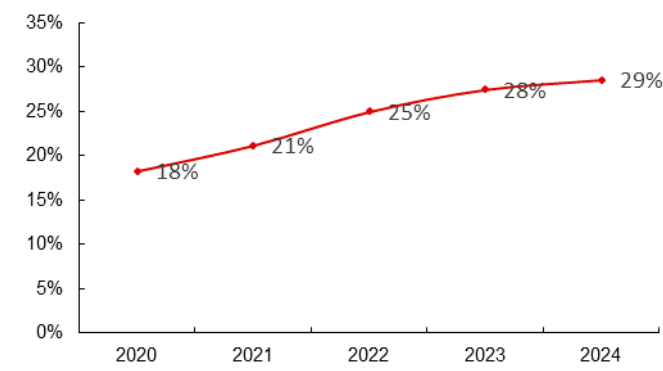
在激烈竞争的洗礼下，中国火锅行业正经历结构性调整，整体门店数量震荡，行业正式迈入存量整合阶段。2024-2025 年，全国火锅店总量在震荡中基本持平，中小品牌因成本高企、客流分化加速退出市场。而龙头企业凭借供应链优势、品牌认知度及标准化运营能力，反而迎来扩张机遇，行业马太效应凸显，未来行业龙头企业市占率有望提升，存量市场的整合正成为头部品牌抢开新店、孵化新品牌、并购扩张的重要契机。

图 32：近一年火锅行业整体门店数量（万家）



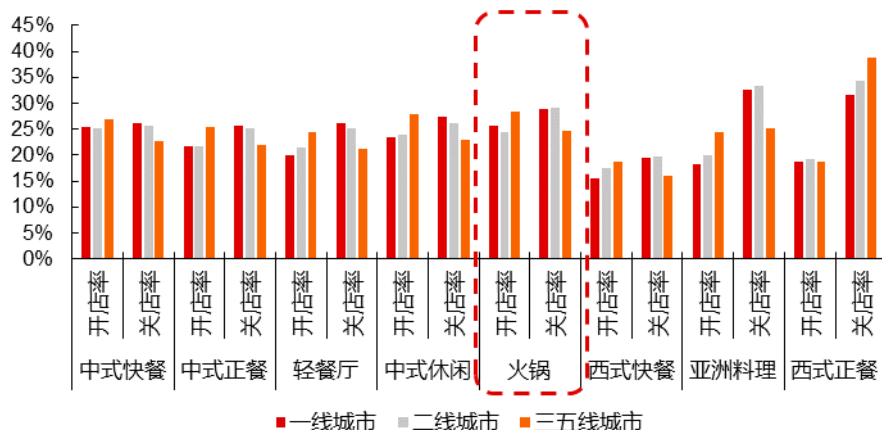
资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所

图 33：火锅行业连锁化率



资料来源：餐见，长江证券研究所

图 34：火锅行业关店率处于较高水平（2024 年前三季度）



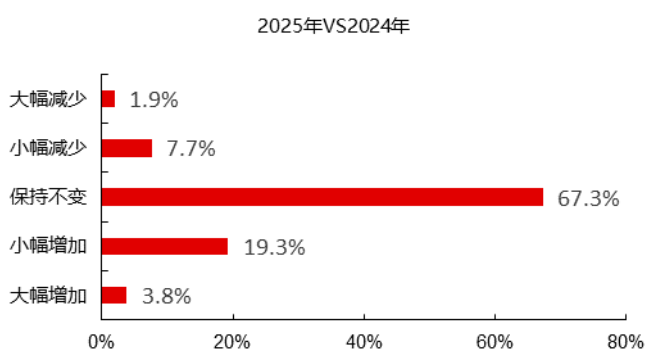
资料来源：辰智大数据，长江证券研究所

核心趋势：品质化、个性化需求与场景创新

整体看，火锅市场需求基本面向好，2025 年消费者的火锅消费频率预期呈现上升态势。

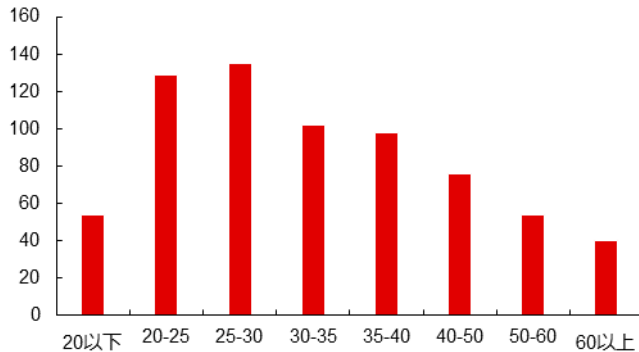
红餐产业研究院数据显示，预期 2025 年火锅消费频率上升（包括大幅增加与小幅增加）的消费者占比达到 23.1%，高于预期消费频率下降（小幅减少与大幅减少）的消费者占比 9.6%。从消费人群层面分析，30 岁及以下的年轻群体是消费频率上升的主力军，预期消费频率上升的占比高达 25.9%，显著高于 30 岁及以上群体的 19.4%。年轻消费者对火锅的热情高涨，未来有望进一步推高火锅市场景气度，为行业发展注入活力。

图 35：火锅消费频率预期



资料来源：红餐产业研究院，长江证券研究所

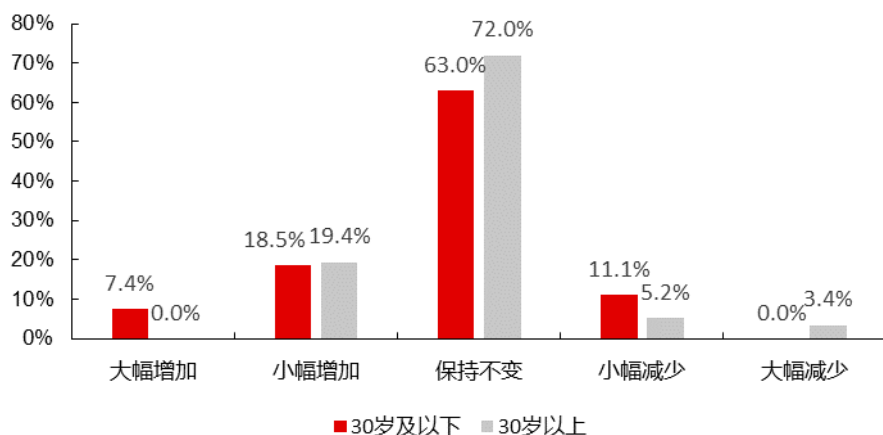
图 36：各年龄段对火锅喜爱度，30 岁以下消费者更加偏好¹



资料来源：美团团购，长江证券研究所

¹ 横轴为年龄段，纵轴为喜爱度

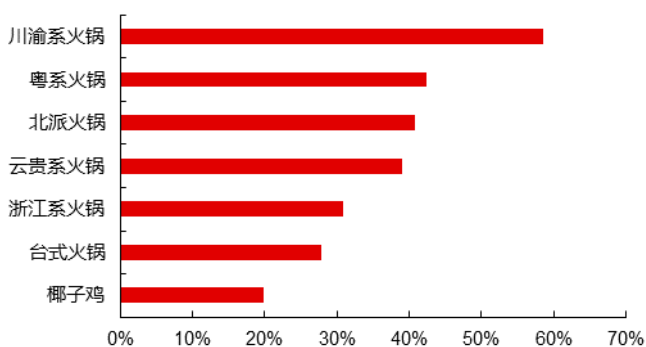
图 37：分年龄段火锅消费频率预期（2025 年 VS2024 年）



资料来源：红餐产业研究院，长江证券研究所

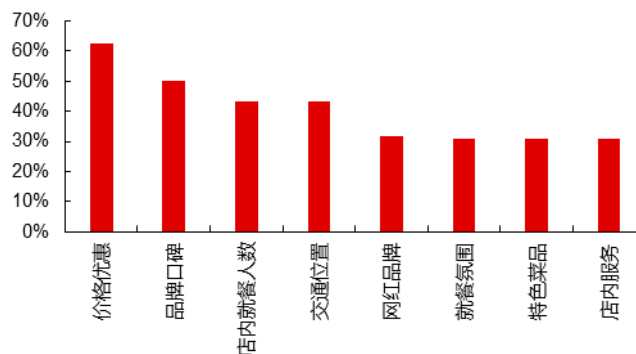
具体来看，当下火锅消费市场具备明确特征：川渝系火锅持续占据主流地位，同时消费者对性价比的追求愈发突出。从具体数据看，2024 年川渝系火锅以 58.6%的消费者喜爱度领先，远超其他派系，成为大众最青睐的选择，市场地位稳固。而在店铺选择上，价格优惠位居首位，反映出性价比已成为消费者决策的核心考量。火锅消费既延续了对经典风味的偏好，又凸显出理性消费的倾向，两者共同塑造着当前市场的需求特征。

图 38：2024 年中国火锅消费者喜爱的火锅类型



资料来源：嘉世咨询，商启咨询，长江证券研究所

图 39：2024 年中国火锅消费者店铺选择主要因素



资料来源：嘉世咨询，商启咨询，长江证券研究所

当下，火锅行业正迈向品质化、个性化与场景创新的发展新征程。在品类创新上，鲜切牛肉火锅凭借明档现切、新鲜食材，精准契合消费者对品质与个性化的追求，跃升为行业新增长点，像潮汕牛肉火锅通过对牛肉部位精细划分，满足不同食客口味偏好。同时，直营与加盟模式并行，为品牌扩张赋能，直营保障品质与服务标准，加盟助力拓展市场版图，如海底捞以直营为主，部分地区开放加盟，实现品牌下沉。场景创新上，火锅品牌积极拓展时段，如推出火锅早餐、夜宵套餐，融入茶饮、甜品打造复合消费场景，让火锅不再局限于传统用餐时段与形式，全方位满足多元消费需求。

表 2：目前火锅行业趋势

| 创新方向 | 创新举措 |
|------|-----------------------------------|
| 产品创新 | 鲜切牛肉火锅凭借明档现切、新鲜食材，精准契合消费者对品质与个性化的 |

追求

| | |
|-------|------------------------------|
| 场景创新 | 火锅品牌如海底捞等推出主题店、宵夜、早餐等场景需求的产品 |
| 模式创新 | “一人食”火锅符合当下单身经济、健康、高性价比需求 |
| 直营&加盟 | 直营保障品质与服务标准，加盟助力拓展市场版图 |

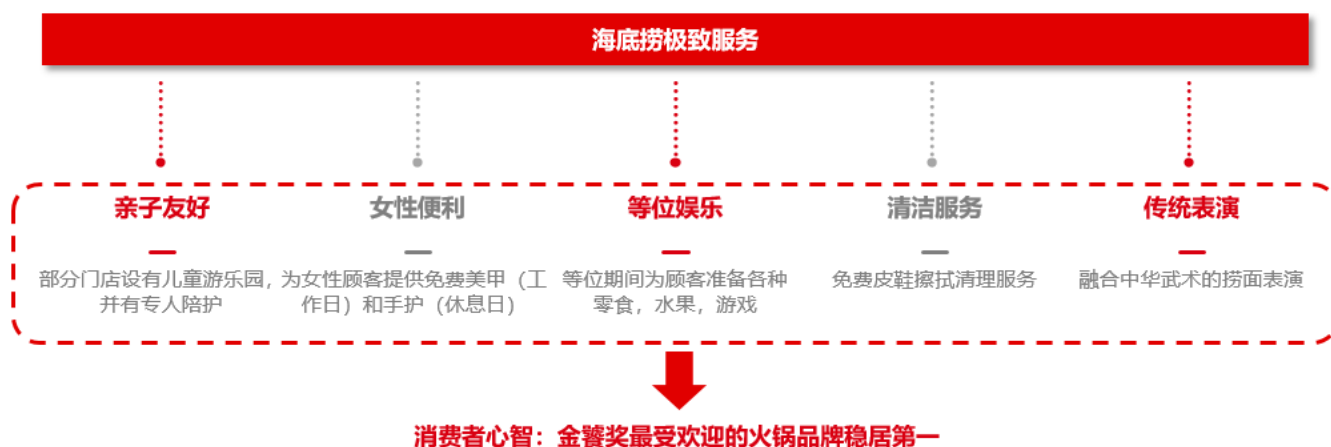
资料来源：红餐产业研究院，长江证券研究所

核心竞争优势：服务、管理能力与强供应链共同构筑品牌护城河

极致服务体验，构筑强大品牌壁垒

海底捞以极致服务为核心竞争力，构建起差异化的品牌护城河。从候餐时的免费美甲、擦鞋服务，到就餐中的围裙护衣、手机防油套，再到针对不同客群的定制化关怀——为戴眼镜顾客递上擦镜布、为儿童开设专属游乐区、为生日顾客组织惊喜庆祝，每个触点都将“服务至上”理念落到实处。这种超越餐饮本身的情感体验，通过顾客口口相传，在社交平台引发广泛讨论与分享，形成强大的社交传播效应。极致服务不仅成为品牌识别符号，更转化为竞争对手难以模仿的差异化壁垒。

图 40：海底捞极致服务抢占消费者心智



| | 2021 | | 2022 | | 2023 | | 2024 | |
|----|------|-------|------|-------|------|-------|--------|-------|
| 排名 | 品牌名称 | 欢迎指数 | 品牌名称 | 欢迎指数 | 品牌名称 | 欢迎指数 | 品牌名称 | 欢迎指数 |
| 1 | 海底捞 | 94.06 | 海底捞 | 96.21 | 海底捞 | 88.07 | 海底捞 | 95.60 |
| 2 | 小龙坎 | 81.24 | 小龙坎 | 87.35 | 小龙坎 | 85.04 | 小龙坎 | 89.95 |
| 3 | 巴奴 | 80.25 | 巴奴 | 87.02 | 湊湊 | 83.22 | 朱光玉火锅馆 | 89.74 |
| 4 | 大龙燚 | 75.46 | 湊湊 | 78.48 | 呷哺呷哺 | 82.35 | 巴奴 | 89.70 |
| 5 | 蜀大侠 | 75.02 | 大龙燚 | 77.00 | 七欣天 | 81.67 | 七欣天 | 88.40 |

资料来源：公司官网，餐宝典，长江证券研究所

海底捞的服务，从不是简单的餐饮配套，而是自带社交基因的“情绪连接器”。它能精准捕捉大众的情感需求，把寻常消费变成值得分享的记忆锚点。生日庆祝场景下，服务人员手持发光标识牌演绎定制化祝福曲目，同行消费者以影像记录全程并形成即时传播素材；演唱会散场节点，门店提前布局充电宝、应援饮品等配套供给，通过“粉丝专属休

憩区”的场景化标识强化圈层认同；当“科目三”等网络热点爆发时，服务人员快速融入潮流互动，形成消费者自发拍摄、社交平台传播并获得高曝光度的传播闭环。

图 41：海底捞服务能够自发社交裂变

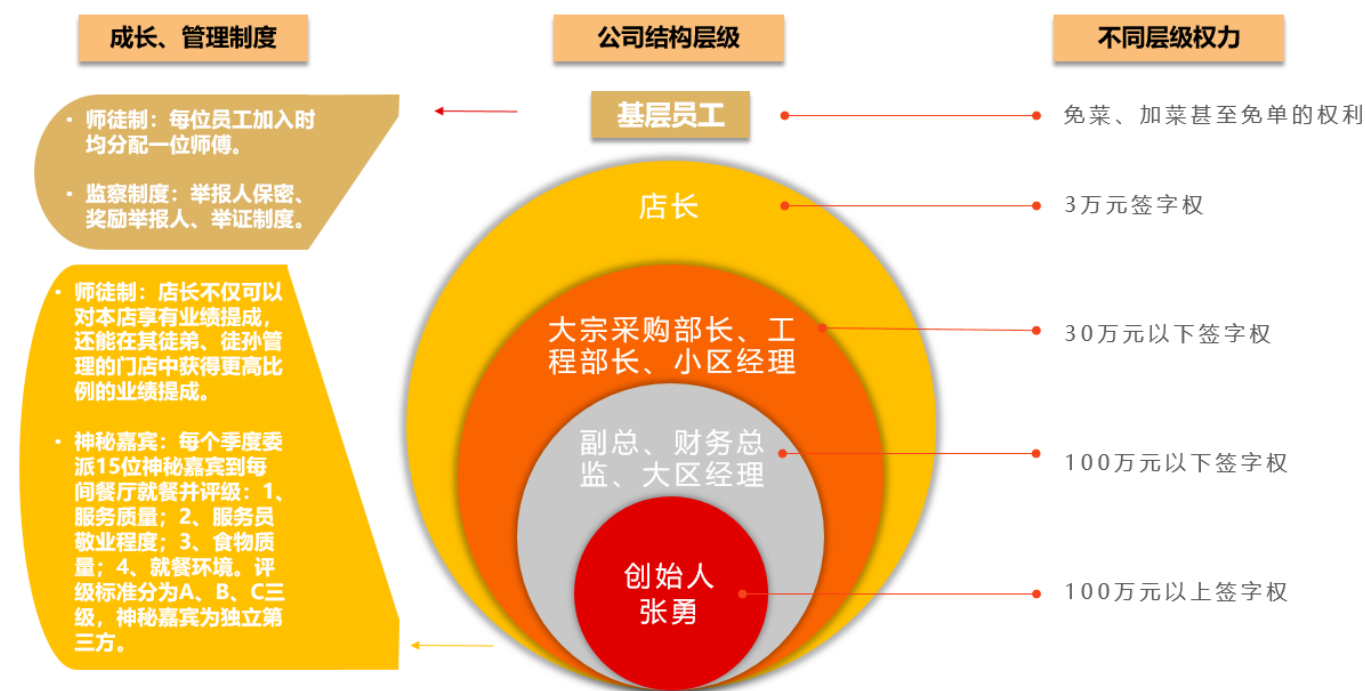


资料来源：公司官方抖音号，36 氪，长江证券研究所

海底捞的极致服务并非偶然，而是建立在完善的制度体系之上，师徒制、权力下放的特有体系既保障服务质量，又激发员工能动性。其核心在于独特的师徒制，老员工与新员工、员工与店长形成紧密的传承关系，让服务标准和经验得以层层传递，确保每家门店都能延续统一的优质服务基因。同时，企业敢于下放权力，构建了与层级匹配的签字权体系，基层员工拥有免一菜、加一菜甚至免一整单的权力，让一线服务者能快速响应顾客需求。

为保障制度落地，监察机制同样严密。公司实行举报人保密制度，对举报人给予奖励，并通过规范的举证流程约束员工行为；此外，神秘嘉宾制度常态化运行，通过匿名体验对店长进行考核（区别于一般企业的利润考核制度，海底捞主要根据餐厅管理的服务品质对店长进行评估，评估结果决定餐厅排名以及徒弟是否会被选中管理其他门店，包含对店长的极大财务激励），形成了“传承-授权-监督”的闭环，让极致服务有了坚实的制度根基。

图 42：公司结构层级及权力

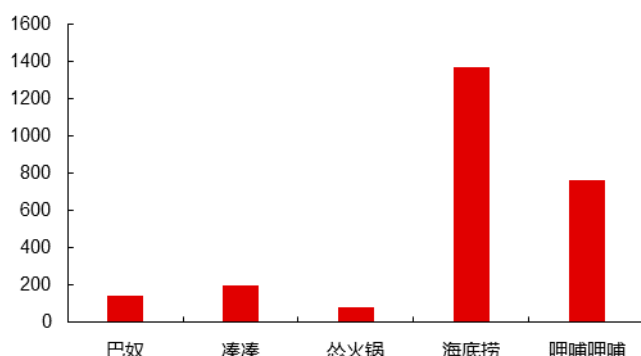


资料来源：公司公告，《海底捞你学不会》黄铁鹰（2015年10月），长江证券研究所

门店运营优势显著，对比同行凸显竞争力

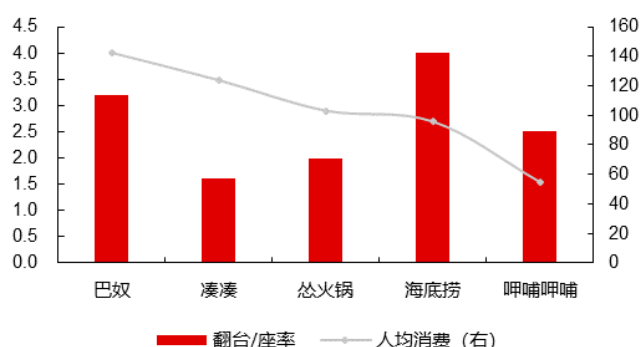
海底捞在门店扩张的同时保证了较高翻台率。在餐饮行业，规模扩张常伴随效率不断稀释，但海底捞打破这一规律：其门店数量稳居行业榜首，翻台率仍持续领先同业，在大店模型下，翻台率表现亮眼，达到4次/天。背后得益于海底捞的三重优势：精准的区域选择避免内耗；数字化系统提速周转，智能点餐、后厨联动系统压缩出餐时间；服务体验深受消费者认可，提高复购率并实现高于同业的营业时间。

图 43：各品牌 2024 年门店数量（家）



资料来源：各公司公告，长江证券研究所

图 44：各品牌 2024 年翻台率（次/天）及人均消费（元）



资料来源：各公司公告，长江证券研究所

海底捞的单店模型优势显著，展现出强大的竞争力。凭借二十多年积累的深厚品牌力，海底捞在消费者心中树立起极高的知名度与美誉度。海底捞通过优化菜品、提升服务品

质、合理控制成本等一系列举措，实现了高效运营。强大的品牌影响力、出色的翻台率，再加上高效运营，共同铸就了海底捞单店模型的领先优势。

表 3：海底捞与巴奴单店模型比较（2024 年中国大陆地区）

| | 巴奴 | 海底捞 |
|--------------|---------|-------------------|
| 门店数量（家） | 144 | 1319 ² |
| 单店年销售额（万元） | 1809.62 | 3124.76 |
| 营业天数 | 360 | 360 |
| 翻台率 | 3.2 | 4 |
| 桌数 | 40 | 88 |
| 顾客人均消费（元） | 142 | 95.7 |
| 单桌服务人数 | 4 | 4.00 |
| 原材料及消耗品占比 | 32.10% | 37.92% |
| 员工成本占比 | 33.60% | 33.01% |
| 资产折旧占比 | 5.80% | 5.98% |
| 其他租金占比 | 2.40% | 1.00% |
| 水电开支占比 | 3.90% | 3.43% |
| 差旅开支占比 | 0.60% | 0.60% |
| 广告及推广开支占比 | 4.40% | - |
| 其他开支占比 | 5.00% | 4.36% |
| 合计 | 87.80% | 86.30% |
| 门店税前经营利润率 | 12.20% | 13.70% |
| 单店净利润（万元） | 220.77 | 428.22 |
| 单店前期投资成本（万元） | 500 | 900 |
| 投资回收期（年） | 2.26 | 2.10 |

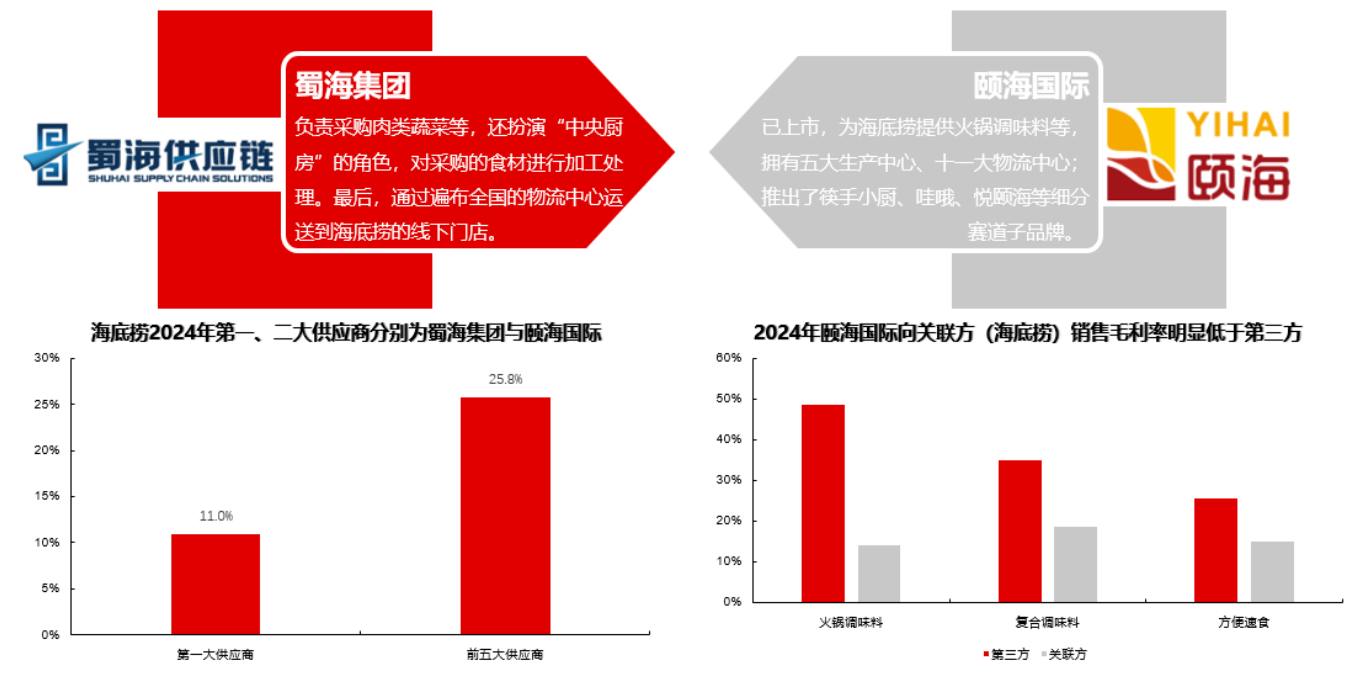
资料来源：公司公告，长江证券研究所

创新驱动的供应链体系，保障品质与成本优势

海底捞在上游供应链布局中，关联企业的深度协同是其核心优势之一，尤其蜀海集团与颐海国际两大主力供应商的加持，构建了专有的成本控制体系。前两大供应商均为海底捞关联公司：蜀海集团负责肉类、蔬菜等原材料供应，依托规模化集中采购直连产区，减少中间环节，搭配标准化中央厨房完成食材预处理，既压缩采购成本，又通过统一品控保障品质；颐海国际为海底捞提供火锅调味料等，以定制化生产和内部协同定价，为海底捞提供高性价比底料（2024 年颐海国际火锅调味料、复合调味料、方便速食向第三方与关联方销售毛利率分别差 34.6/16.5/10.7pct）。二者合力，让海底捞在原材料与核心调味料采购端形成显著成本优势，成为其高效运营的重要支撑。

² 自营

图 45：海底捞上游供应商



资料来源：蜀海供应链官网，颐海国际官网，颐海国际公司公告，海底捞公司公告，长江证券研究所

海底捞通过数字化驱动的供应链体系，保障品质与成本优势。自 2007 年起构建中央厨房体系，2014 年成立蜀海独立运营供应链，集中化采购、处理食材，统一质量管控。蜀海在全国布局 40 余个仓配物流中心，覆盖 90%城市，拥有超 4000 辆车保障食材精准送达。另外公司供应链已向外服务，2025 年 4 月 1 日，蜀海供应链与中式快餐领军品牌米村拌饭正式建立战略合作。

在品质把控上，深入种养源头制定标准，从采购、加工到配送全链条管控，87 项检测确保安全。以牛肉为例，锁定优质牧场，精选牛龄，研发工艺锁鲜。在成本方面，数字化管理预测需求，减少库存浪费；产地直采、订单农业稳定供应、降低成本，实现品质与成本的双赢，支撑品牌持续发展。

图 46：蜀海供应链四大核心能力

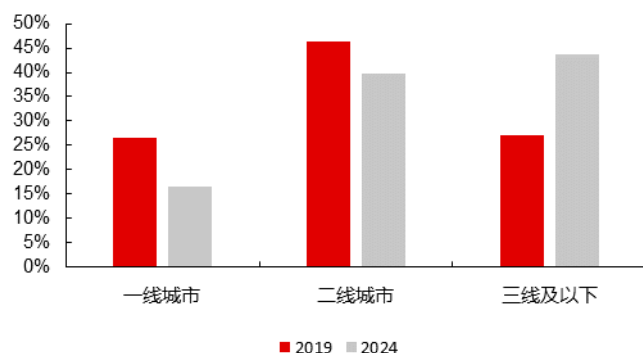


资料来源：蜀海供应链，长江证券研究所

主副品牌双轮驱动，稳基本盘拓增量空间 发展空间：下沉市场加盟与新品牌拓展潜力大

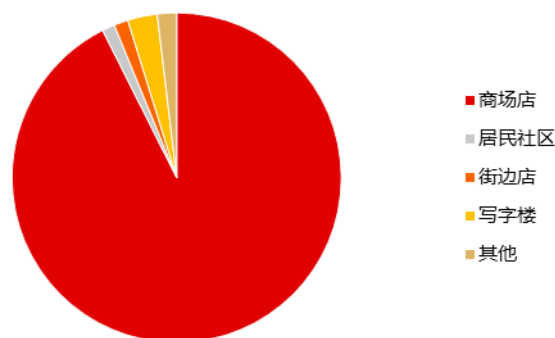
海底捞国内门店在突破 1300 家后增长放缓，直营模式扩张面临较大挑战。一方面海底捞 90%以上门店为商场店，虽然根据中指数据，截至 2024 年末，全国 3 万方以上已开业集中式商业总数超 6600 个，但五大城市群（长三角、珠三角、京津冀、成渝、长江中游城市群）占比约 60%，经济较发达地区商场偏多，面临门店过于密集问题，而其他地区符合条件并且可获取的优质物业资源较少；另一方面，海底捞在下沉市场的布局虽有成效，2019-2024 年三线及以下城市占比从 27%提升至 44%，但相比于前期市场预期仍偏低，直营模式扩张下增速不断放缓。

图 47：海底捞中国大陆门店城市数量分布



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 48：海底捞中国大陆门店类型数量分布（2025 年 8 月）

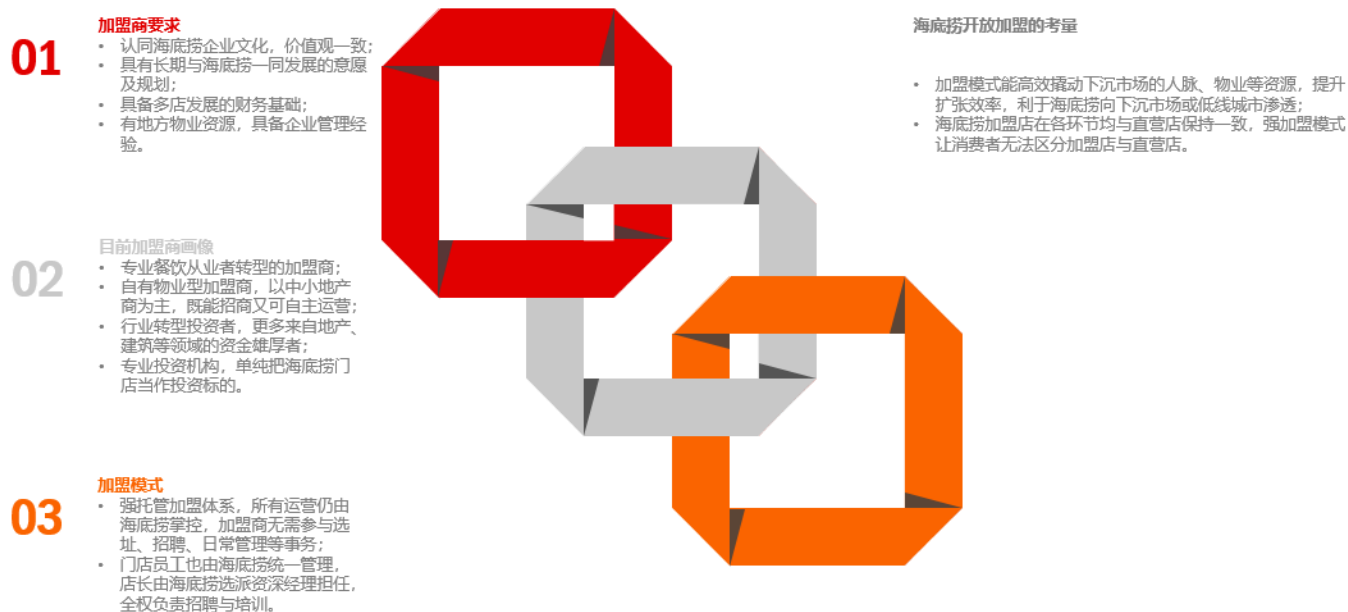


资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所

海底捞适时开放加盟，并非简单的规模扩张，而是在坚守服务底色前提下的精准布局。

其核心在于强托管模式：运营流程、产品标准、供应链、品牌营销、人员培训及绩效考核等全环节与直营同频，门店员工也由海底捞统一管理，加盟商不得直接干预门店运营，店长也无需向加盟商汇报。另外海底捞要求加盟商先接手老店——成熟的运营体系、稳定的客群基础，既能让加盟商快速上手，更能通过老店的服务惯性，将标准化服务基因直接复制。而加盟商自带的本地优质物业资源，恰好解决了下沉市场选址难题，让品牌以更低成本切入社区、商圈，在三四线城市实现渗透，扩张与口碑两不误。

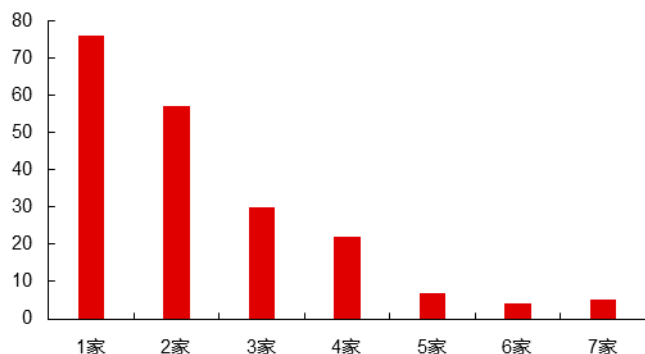
图 49：海底捞加盟



资料来源：公司官网，经济观察报，长江证券研究所

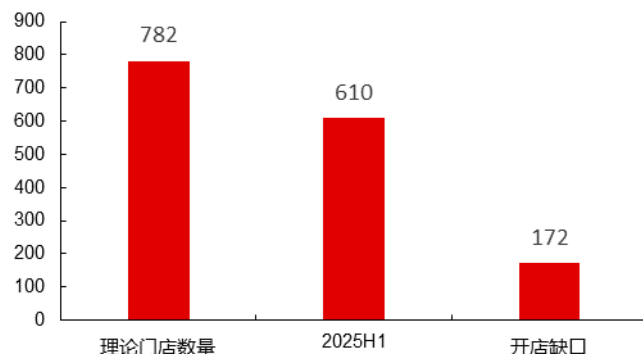
经测算，预计海底捞加盟门店尚有约 170 家的开店空间。参考海底捞在成熟市场-四川的门店分布，通过选取 GDP 在千亿元以上且人均 GDP 在 4 万元以上的三线城市及以下城市，根据不同 GDP 规模及人口预计可开设海底捞门店数量，我们认为海底捞加盟门店有约 172 家的开店缺口（不包括直营转加盟门店）。

图 50：预计可开不同数量海底捞门店的三线及以下城市数量（个）



资料来源：Wind，极海，长江证券研究所

图 51：海底捞加盟门店预计开店空间³（家）



资料来源：Wind，长江证券研究所

海底捞主品牌在下沉市场展现出开店潜力，新品牌矩阵加速构建，形成“主品牌筑基+新品牌破局”的双轮增长格局。新品牌战略成效显著，「红石榴计划」孵化的焰请烤肉铺子已成为现象级标杆；另有火焰官 BarBecue 主打高端烤串、五谷三餐做 20 元快餐、小嗨爱炸创拌酱炸鸡、Hi 嗨茶攻茶饮赛道，覆盖烤肉、快餐、烘焙等细分品类，从 10 元到 100 元价格带全卡位，借供应链协同实现快速复制，拓展潜力显著。

表 4：海底捞加盟店以及红石榴计划部分品牌开店（家）预期⁴

| | 品类 | 客单价（元） | 2025 年 6 月 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------|--------|--------|------------|-------|-------|-------|
| 焰请烤肉铺子 | 烤肉 | 104.29 | 58 | 130 | 260 | 400 |
| 小嗨爱炸 | 炸鸡 | 33.67 | 6 | 15 | 35 | 60 |
| 小嗨火锅 | 小火锅 | 63.25 | 11 | 25 | 50 | 80 |
| 苗师兄 | 鱼虾锅-烧烤 | 50.67 | 6 | 15 | 35 | 60 |
| 五谷三餐 | 中式快餐 | 18.5 | 5 | 10 | 18 | 28 |
| 火焰官 | 烤串 | 92 | 2 | 5 | 10 | 16 |
| 海底捞（加盟） | 火锅 | 100.86 | | 45 | 55 | 65 |

资料来源：窄门餐眼，长江证券研究所

具体看焰请烤肉铺子，作为红石榴计划的旗舰品牌，凭借与传统烤肉品牌的差异化模式与行业结构性机遇实现了快速突围。

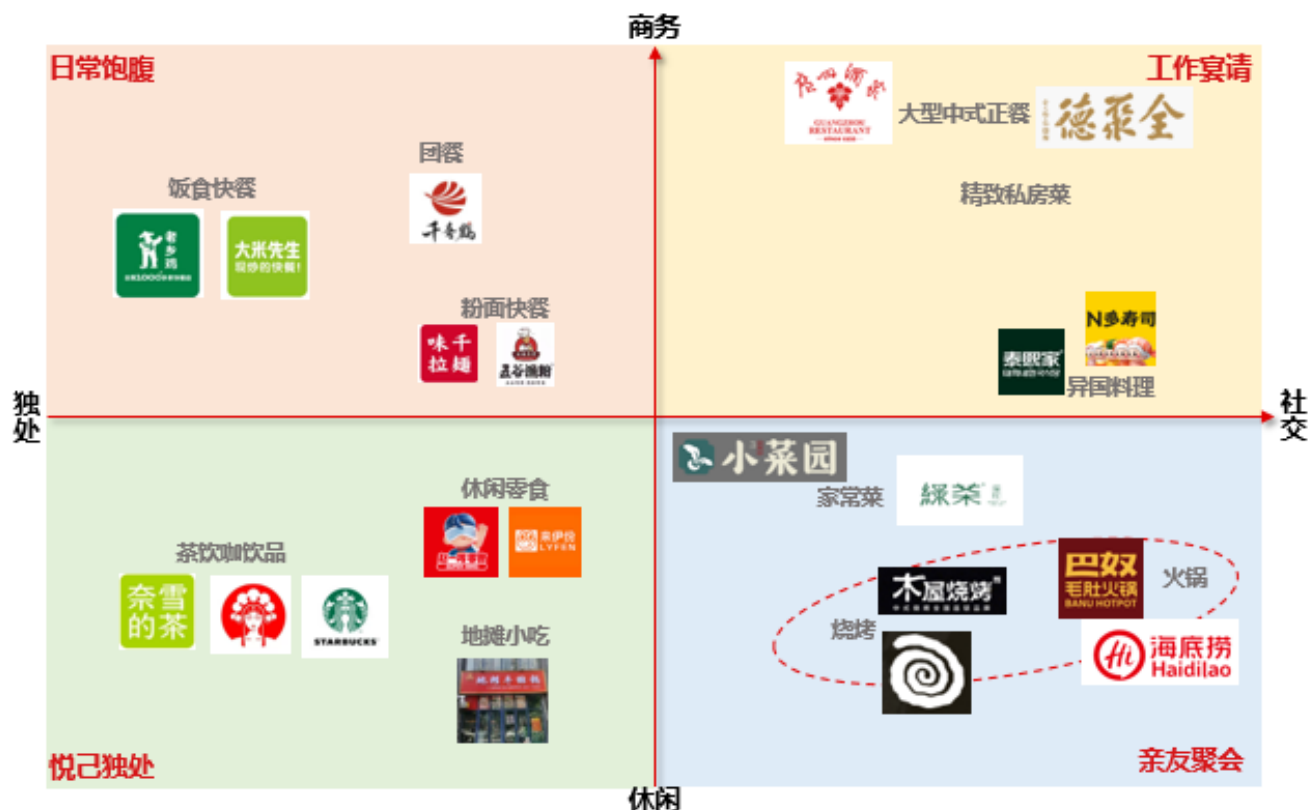
一是场景协同与经验复用。烧烤与火锅同属强社交属性的亲友聚餐场景，海底捞在供应链整合、服务标准化、夜间运营等领域的经验积累直接赋能新品牌。例如，焰请依托海底捞全球集采体系实现整牛分割成本优化，同时将“洗头+编发+帮烤”等特色服务迁移至烤肉场景，延续“服务即产品”的基因。杭州门店创新“白天烤肉 + 夜间酒吧”模式，通过灯光音乐切换打造全时段社交空间。

二是行业红利与连锁化窗口期。中国烧烤市场规模 2023 年已超 2400 亿元，预计未来 3-5 年将保持 10%以上的增速，目前连锁化率处于较低水平。焰请以“轻奢烤肉+复合体验”切入，加速抢占有品类无品牌的市场空白。这种“场景协同+供应链降本+模式创新”的组合拳，正推动焰请成为烧烤赛道连锁化进程的重要破局者。

³ 2025H1 为三线及以下城市+加盟餐厅数量，缺口为预计新增数量，不包括未来直营转加盟门店

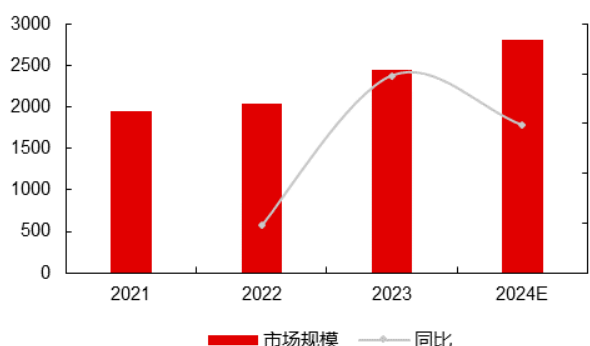
⁴ 海底捞（加盟）中包括直营转加盟

图 52：烧烤与火锅属于同一场景类型



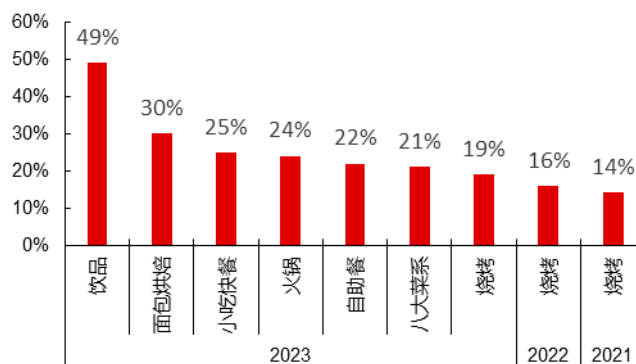
资料来源：红餐产业研究院，长江证券研究所

图 53：全国烧烤行业市场规模（亿元）及同比



资料来源：红餐产业研究院，长江证券研究所

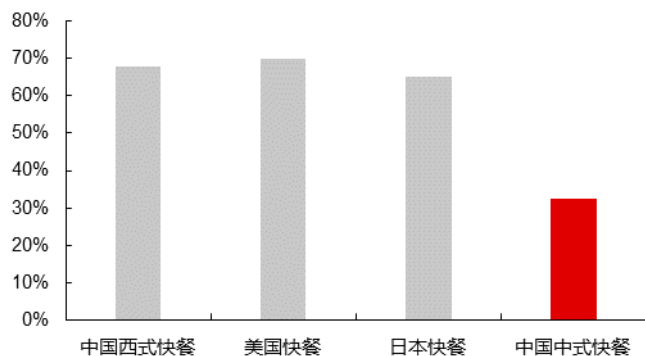
图 54：餐饮不同品类连锁化率



资料来源：红餐产业研究院，长江证券研究所

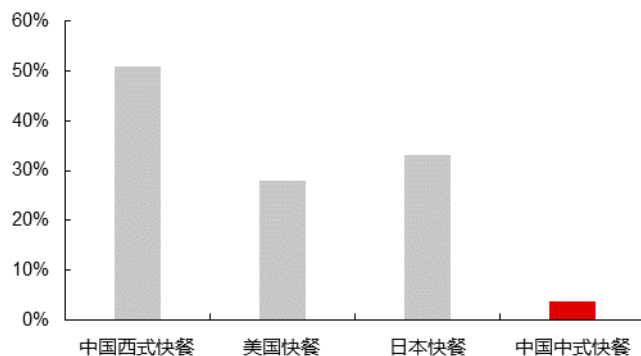
除常规烤肉、火锅等品牌外，海底捞还进入了中式快餐市场。中国中式快餐市场规模在 2024 年达到 8000 亿元，是西式快餐的两倍以上，但连锁渗透率偏低，头部企业市占率较低，2019-2024 年中国中式快餐前五大企业交易总额 CAGR 为 13%，显著高于行业平均 5.6% 的水平，未来行业连锁化率预计将持续提升。“五谷三餐”定位中式快餐，明档现炒，自选称重，背靠海底捞，具备资金规模、标准化程度、品牌背书等多重优势，预计有较大的发展空间。

图 55：2024 年连锁渗透率中国中式快餐低于西式快餐及美、日快餐



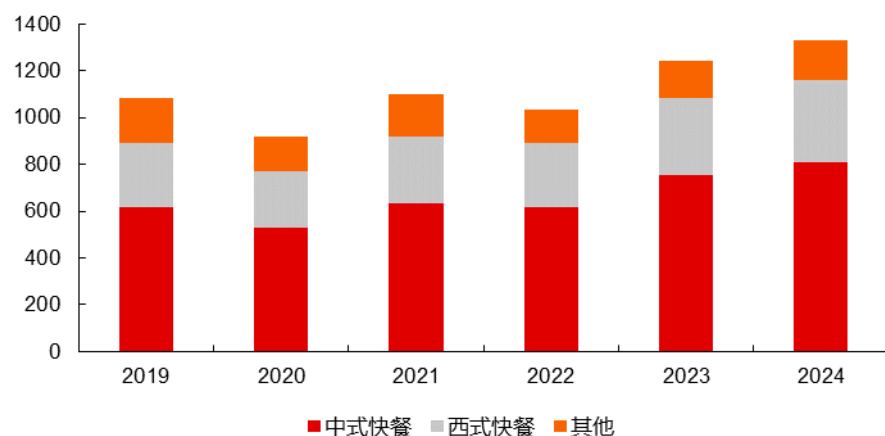
资料来源：老乡鸡招股书，长江证券研究所

图 56：2024 年中国中式快餐前五大企业市占率偏低



资料来源：老乡鸡招股书，长江证券研究所

图 57：中国快餐行业规模（十亿元）



资料来源：老乡鸡招股书，长江证券研究所

投资建议与盈利预测

我们看好海底捞主要基于：1、海底捞主品牌极致服务深入人心，在下沉市场展现出开店潜力，新品牌矩阵加速构建，形成主品牌筑基+新品牌破局的双轮增长格局；2、海底捞单店模型优势突出，翻台率高，运营效率与盈利能力强劲；3、供应链体系成熟，从源头把控食材品质，保障门店供应。公司有望在餐饮市场持续领航，预计公司 2025 年-2027 年实现归母净利润 43.35、47.82、52.78 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：海底捞估值模型

| 单位：百万元 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入合计 | 31,038.63 | 41,453.35 | 42,754.69 | 43,727.25 | 45,743.79 | 47,998.66 |
| YOY | -20.61% | 33.55% | 3.14% | 2.27% | 4.61% | 4.93% |
| 餐厅营业收入 | 28,990.84 | 39,336.61 | 40,481.15 | 39,572.09 | 41,813.79 | 44,115.48 |
| YOY | -22.79% | 35.69% | 2.91% | -2.25% | 5.66% | 5.50% |
| 营业开支合计 | 29,295.52 | 36,482.98 | 36,895.55 | 38,523.88 | 40,021.42 | 41,701.43 |
| 营业利润 | 1,743.11 | 4,970.36 | 5,859.13 | 5,203.37 | 5,722.37 | 6,297.24 |

| | | | | | | |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| YOY | 465.13% | 185.14% | 17.88% | -11.19% | 9.97% | 10.05% |
| 营业利润率 | 5.62% | 11.99% | 13.70% | 11.90% | 12.51% | 13.12% |
| 应占联营、合营公司溢利 | 65.42 | 45.86 | 51.78 | 51.78 | 51.78 | 51.78 |
| 其他收益及亏损 | 286.94 | 227.49 | 352.17 | - | - | 1.00 |
| 财务费用 | 473.88 | 351.43 | 274.68 | 237.20 | 202.39 | 164.37 |
| 除税前利润 | 2,117.64 | 5,833.07 | 6,624.05 | 5,663.69 | 6,242.69 | 6,884.86 |
| 所得税 | 480.34 | 1,337.67 | 1,923.78 | 1,302.65 | 1,435.82 | 1,583.52 |
| 税率 | 22.68% | 22.93% | 29.04% | 23.00% | 23.00% | 23.00% |
| 持续经营净利润 | 1,637.31 | 4,495.40 | 4,700.28 | 4,361.04 | 4,806.87 | 5,301.34 |
| 净利润率 | 5.28% | 10.84% | 10.99% | 9.97% | 10.51% | 11.04% |
| 归母净利润 | 1,638.47 | 4,499.08 | 4,708.08 | 4,334.95 | 4,782.27 | 5,277.53 |

资料来源：公司公告，长江证券研究所

风险提示

- 1、消费复苏缓慢：公司以餐饮为代表的业务增长假设基于消费复苏前提，宏观居民消费力受损或导致销售不及预期。
- 2、业务成本上升：公司所在餐饮服务业主要包括食材、租金、人力等成本项，成本费用率上浮或导致业绩不及预期。
- 3、展店不及预期：公司餐饮服务主营业务依赖门店扩张支持成长，项目不确定性或导致销售不及预期。
- 4、行业竞争加剧：餐饮市场进入门槛低，竞争激烈，平价消费价格带区间企业分布密度高，行业竞争加剧或导致业绩不及预期。

投资评级说明

| | |
|-------|---|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： |
| 看好 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| 看淡 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： |
| 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10% |
| 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间 |
| 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| 无投资评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。