



海底捞 (06862.HK)

买入 (首次评级)

港股公司深度研究

证券研究报告

海味山珍齐入釜，捞得珍馐暖客心

投资逻辑

火锅龙头韧性不改，降本增效如沐春风。公司为国内餐饮龙头企业，门店数量多覆盖地域广，截至 2025 年底，集团共经营 1383 家海底捞餐厅，其中自营门店为 1304 家，加盟门店为 79 家。公司高股东回报属性持续显现。根据公司 2025 年年报，公司拟派发末期现金股息 0.384 港元/股，叠加年中现金股息 0.338 港元/股，按 2026 年 5 月 12 日收盘价 15.09 港元测算，对应股息率约 4.8%。公司以高品质的食材、个性化的服务以及独特的用户体验闻名。公司通过高度集中的股权架构和扁平化管理，提升运营效益，并实施“啄木鸟计划”、“硬骨头计划”、“红石榴计划”系列战略措施，展现出企业强大的经营韧性。

宏观环境稳步复苏，火锅赛道强韧增长。受益于行业规模的持续扩容和头部品牌集中度的提升，公司成为火锅细分赛道的领军者。在国内 GDP 稳步增长和扩内需政策的推动下，中国餐饮消费成为经济增长的重要动力。火锅行业作为餐饮行业受众较多的细分赛道之一，预计在 2025 年市场规模有望达到 6500 亿元，增速高于餐饮行业整体水平。

综合竞争力筑就壁垒，信息化战略定位未来。海底捞通过积极构建数字化转型，部署核心人才激励政策“连住利益，锁住管理”及稳固供应链布局，构建其企业的独特壁垒。公司独立运营的供应链体系，包括蜀海供应链、颐海国际等，精准赋能产业链上下游，降低运营成本的同时提高自身抗风险能力。

“红石榴计划”驱动增长，战略方向拟合需求趋势。公司推出“红石榴计划”企业战略，旨在鼓励高层员工孵化更多新品牌，拓展餐饮新赛道。目前已成功推出焗烤肉铺子、举高高自助小火锅、如鲑寿司等多个子品牌，更好的顺应现阶段国内餐饮消费趋势。“红石榴计划”的多场景、多品牌的布局拓宽了公司未来发展空间，也为集团构建了更多元的餐饮生态系统。

盈利预测、估值和评级

我们预测，2026/2027/2028 年公司实现营业收入 475.5/502.5/531.1 亿元，同比+10.0%/+5.7%/+5.7%；归母净利润 46.0/50.6/55.4 亿元，同比+13.5%/+10.0%/+9.6%，对应 EPS 为 0.82/0.91/0.99 元。我们认为海底捞为餐饮行业龙头公司，应适当给予一定估值溢价，给予公司 2026 年 20 倍 PE，对应目标价 18.94 港元，给予“买入”评级。

风险提示

公司拓店速度不及预期；餐饮业务需求不及预期；食品安全问题。

商贸零售组

分析师：于健 (执业 S1130525070012)

yu_j@gjzq.com.cn

分析师：王超 (执业 S1130526040002)

wang_chao@gjzq.com.cn

市价 (港币)：15.460 元

目标价 (港币)：18.94 元



主要财务指标

项目	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	42,755	43,225	47,552	50,248	53,105
营业收入增长率	3.14%	1.10%	10.01%	5.67%	5.69%
归母净利润(百万元)	4,708	4,050	4,598	5,058	5,543
归母净利润增长率	4.65%	-13.98%	13.54%	9.99%	9.60%
摊薄每股收益(元)	0.87	0.75	0.82	0.91	0.99
每股经营性现金流净额	1.37	1.02	0.64	0.79	0.83
ROE(归属母公司)(摊薄)	45.12%	40.44%	44.52%	47.31%	49.93%
P/E	15.92	16.55	15.93	14.48	13.22
P/B	7.40	6.91	7.09	6.85	6.60

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、火锅龙头韧性不改，降本增效如沐春风	4
二、餐饮大赛道复苏轨迹清晰，新竞争格局红利惠及龙头	7
三、综合竞争力整理构筑深壁垒，信息化战略定位新方向	10
3.1 与时俱进，数字化转型定位餐饮龙头地位	10
3.2 核心竞争力维系公司龙头地位，提升顾客体验，不断完善用户消费生态	11
3.3 独立经营深度布局全过程，打造海底捞餐饮产业链	11
3.4 极致服务打造特色，确立独特品牌形象	12
四、战略方向拟合需求发展趋势，“红石榴计划”捕捉企业增长机会	12
4.1 焰请烤肉铺子：国内烤肉行业增长稳健，借集团优势打造焰请烤肉新品牌	12
4.2 举高高自助小火锅：平价自助小火锅，“质价比”优势显著	15
4.3 如鲷寿司：日式火爆餐饮模式，厚积薄发静待时日	15
4.4 海底捞大排档火锅：排档氛围接地气，大众消费多场景	16
4.5 小嗨爱炸：炸鸡快餐新进阶，满足多样化需求	17
4.6 喵塘主烤鱼：鲜鱼现烤多元口味，表演打造社交氛围	17
4.7 小嗨火锅：性价比亲民火锅，拓展人物画像空间	18
4.8 海底捞茶水铺：顺行现制茶饮春风，主业联动赋能	18
4.9 多元布局经营，顺应市场消费模式	19
五、盈利预测	20
六、投资建议	21
七、风险提示	21

图表目录

图表 1：海底捞发展历程	4
图表 2：海底捞股权架构（截至 2025 年 12 月）	5
图表 3：海底捞 18-25 年同店餐厅数及新开餐厅数	5
图表 4：海底捞 19-25 年餐厅业务营收（百万元）及 YoY (%)	6
图表 5：海底捞 19-25 年外卖业务营收（百万元）及 YoY (%)	6
图表 6：海底捞 19-25 年营业收入（百万元）及 YoY (%)	6
图表 7：海底捞 19-25 年归母净利润（百万元）及 YoY (%)	6
图表 8：国内 GDP（万亿元）以及 YoY (%)	7
图表 9：社零餐饮当月收入同比增速	8
图表 10：餐饮收入占社会消费零售总额比例 (%)	8



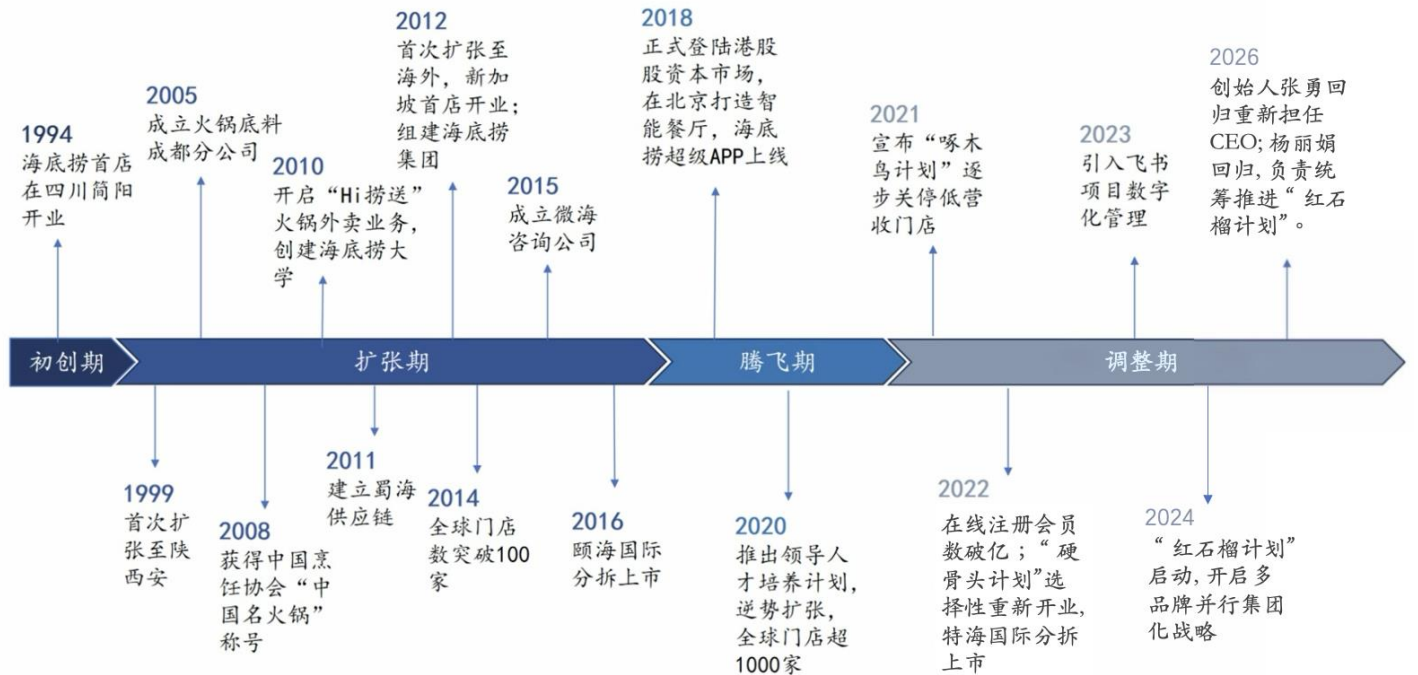
图表 11: 三大需求对 GDP 增长的贡献率 (%)	9
图表 12: 中国火锅行业市场规模 (亿元) 以及 YoY (%)	9
图表 13: 全国门店数量 (家) 前十的火锅品牌	10
图表 14: 海底捞核心竞争力	10
图表 15: 海底捞深入供应链全环节	11
图表 16: 海底捞推出为顾客洗头、夜市摆摊等创新服务	12
图表 17: 西塔老太太和九田家	13
图表 18: 焰请烤肉铺子	13
图表 19: 焰请烤肉铺子股权架构	14
图表 20: 焰请烤肉铺子店面情况	14
图表 21: 举高高自助小火锅	15
图表 22: 如鮫寿司	16
图表 23: 海底捞大排档火锅	17
图表 24: 小嗨爱炸	17
图表 25: 喵塘主烤鱼	18
图表 26: 小嗨火锅	18
图表 27: 茶水铺	19
图表 28: 海底捞跨界合作	20
图表 29: 公司业绩拆分预测表	20
图表 30: 可比公司估值比较 (市盈率法)	21



一、火锅龙头韧性不改，降本增效如沐春风

全国领先的餐饮品牌，门店数量多覆盖地域广。公司前身为四川省简阳海底捞火锅，公司创建于1994年。1999年，海底捞走出四川，进驻陕西省西安市，开始省外扩张之旅。2006年开始进入精细化运营阶段，逐步布局产业链，成立蜀海供应链公司等。2010年推出自营火锅外送服务并创建海底捞学习发展中心。2018年海底捞国际控股有限公司在香港联合交易所有限公司正式挂牌上市。2020年全球门店数突破1000家。2022年在线注册会员数破亿。截至2025年底，集团共经营1383家海底捞餐厅，其中自营门店为1304家，加盟门店为79家。

图表1：海底捞发展历程



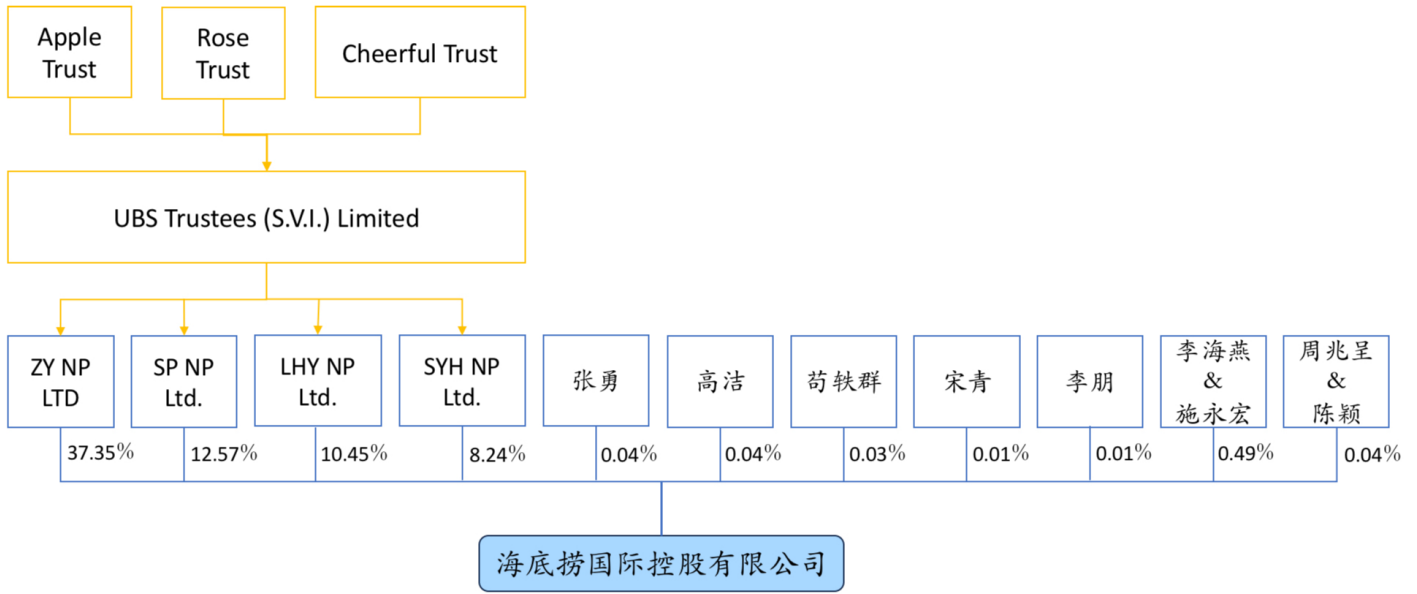
来源：公司官网，国金证券研究所

股权结构高度集中，助力公司长远发展。海底捞创建初期，张勇夫妇、施永宏夫妇及初始管理人员共同出资，股权较为分散，经过多年股权结构迭代变化，截至2025年12月，张勇先生直接及通过其控制的实体合计持有本公司2,784,361,393股股份，约占本公司已发行股份（不包括库存股份）的49.95%。这种高度集中的股权结构保证了公司决策的迅速实施，其扁平化的特性提升了公司的运营效率。同时，高管团队也扮演着至关重要的角色，自2026年1月，董事会主席兼执行董事张勇先生被委任为公司CEO，宣告创始人回归。自2026年4月，前执行董事及CEO杨丽娟女士从特海国际（公司经营大中华地区外的海底捞门店）重回海底捞公司，她将负责统筹推进公司“红石榴计划”的实施。杨丽娟女士和张勇先生一样，作为集团最早批员工，对公司的战略方向、经营环境、管理理念和核心价值观具有深刻理解，同时在战略决策、企业管理、供应链监督和合作发展方面具有资深经验，有利于推动集团进入数字化的发展阶段。

从海底捞的发展历程中，我们可以看到股权结构的合理调整对于公司的长远发展至关重要。集中且合理的股权结构不仅有利于公司的决策及统筹管理高效推进，也为公司的持续繁荣奠定了坚实的基础。2025年9月2号公司发布自愿公告，通过控股股东NP United实施实物配发股份以简化持股结构，此次变更使公司股权架构更加直接清晰，有助于实际控制人进一步强化穿透管理，从而实现更高效、更直接的经营决策。



图表2: 海底捞股权架构 (截至 2025 年 12 月)

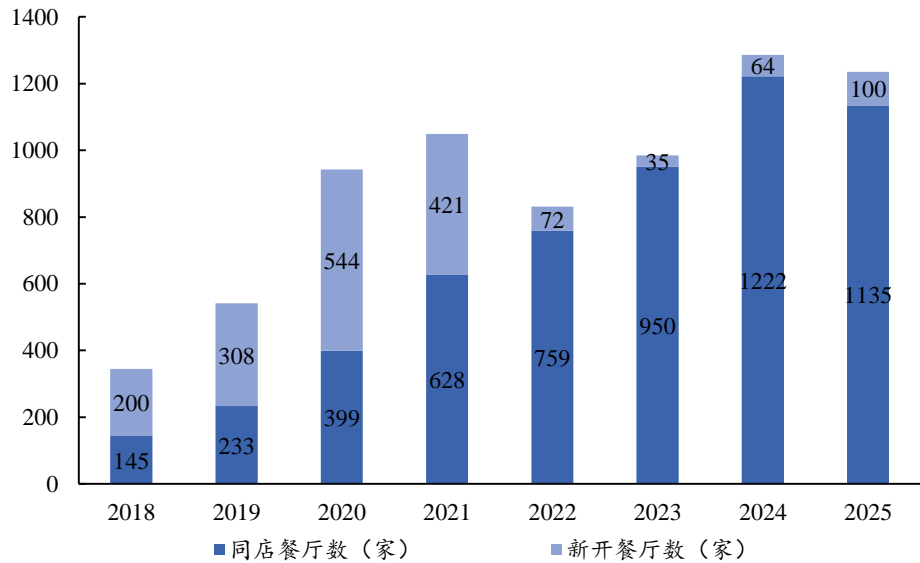


来源: 公司公告, 公司官网, 国金证券研究所

公司延续较高分位分红比例。根据公司 2025 年年报, 董事会建议派发截至 2025 年 12 月 31 日止年度末期现金股息每股 0.384 港元叠加中报期间的现金股息 0.338 港元。按 2026 年 5 月 12 日收盘价 15.09 港元测算, 公司股息率约 4.8%, 在港股餐饮板块中具备一定吸引力。考虑到公司经营性现金流较为稳健, 公司高分红策略具备一定持续性。

门店稳步扩张, 拓展经营覆盖面。多年的发展为公司培养了较强的客户粘性, 锁定了相对稳定的消费群体, 拓展公司经营覆盖面。2020 年后公司逆市扩张, 在社会部分餐饮企业仍存在不正常经营的情况下, 公司加大拓店力度, 为后续公司成长进一步储备能量。截至 2025 年, 公司同店数量达到 1135 家。

图表3: 海底捞 18-25 年同店餐厅数及新开餐厅数



来源: 公司公告, 公司官网, 国金证券研究所 (注: 同店餐厅为比较期间开始前已开始运营且于 2024 年及 2025 年营业 300 天及以上的餐厅。)

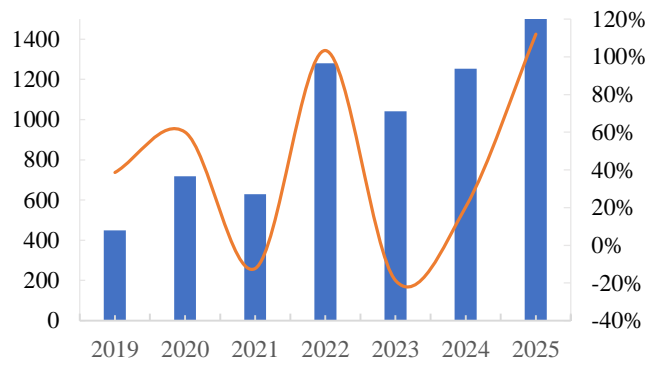
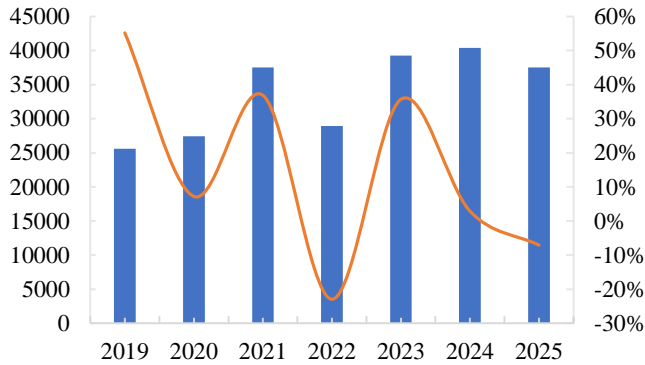
餐厅营收基石稳固, 外卖业务跃升增长新引擎。2025 年, 公司整体餐厅经营收入为 390.64 亿元, 营收增速为-4.45%, 表现略有波动。同时, 外卖业务成为新的亮点, 2025 年外卖业



务收入为 26.58 亿元，较 2024 年的 12.54 亿元增长 111.9%。外卖业务在公司整体营收中的贡献占比也从 2.9% 显著提升至 6.1%。数据表明，公司在积极拓宽非堂食消费场景方面成效显著，外卖业务正快速成长为公司营收的重要新增长极，有望协同餐厅堂食业务共同成长。

图表4: 海底捞 19-25 年餐厅业务营收 (百万元) 及 YoY (%)

图表5: 海底捞 19-25 年外卖业务营收 (百万元) 及 YoY (%)



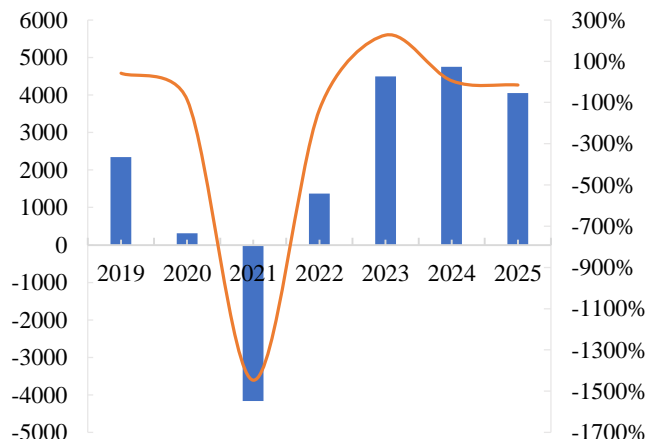
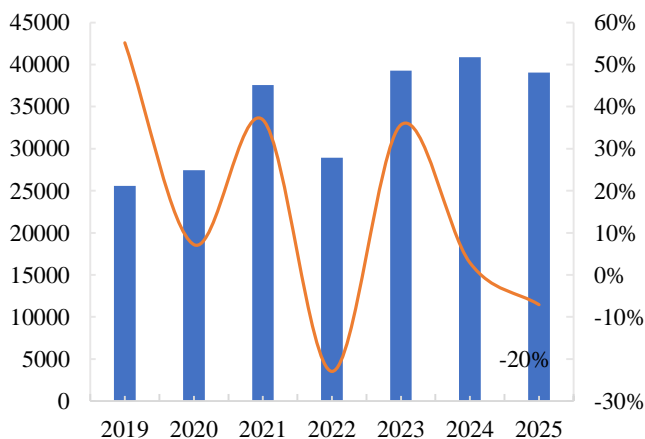
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

全球性卫生事件后公司经营能力迅速恢复, 未来走势向上。在全球性卫生事件之前, 公司业务持续展现出强劲的增长动力, 回顾 2015 至 2019 年这段时期, 公司的营业收入实现了跨越式增长, 由 57.57 亿元攀升至 265.56 亿元, CAGR 高达 46.5%。同时, 归母净利润也实现了显著的飞跃, 从 2.73 亿元增长至 23.45 亿元, CAGR 达到了 71.2%。显著增长的现象主要归因于公司门店网络的迅速扩张, 进而带来了规模效应的显著提升。然而由于全球性卫生事件的影响, 2020 年开始海底捞的营业收入增长速度有所放缓, 随着 2021 年卫生事件局势逐步得到控制并步入常态化阶段, 海底捞的经营收入迅速恢复, 达到了 411.12 亿元, 与上一年相比上升了 43.7%。2022 年公司归母净利润由 2021 年的 -41.63 亿元上升到 13.74 亿元, 实现了扭亏为盈。24 年营业收入和归母净利润保持稳定增长, 为 427.54/47.08 亿元, 分别同比+3.14%/+4.65%。2025 年营业收入和归母净利润为 432.25/40.49 亿元, 分别同比+1.10%/-13.98%。

图表6: 海底捞 19-25 年营业收入 (百万元) 及 YoY (%)

图表7: 海底捞 19-25 年归母净利润 (百万元) 及 YoY (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司经过 20 年沉浮, 目前已经成为享誉全球的火锅品牌, 公司具备比较集中的股权结构、长效激励机制及经验丰富的高管团队, 帮助公司穿越困境, 维持业绩韧性。全球性卫生事件期间公司管理层从市场环境及公司经营端灵活调整战略, 先后实施了低效门店关停, 择机开启门店调整计划。

“啄木鸟”计划: 管理层积极变革, 为适应全球性卫生事件对餐饮行业的冲击于 2021 年



开启“啄木鸟”计划，期间公司计划关停低效率门店，重新规划组织架构，持续优化门店管理体系，采用大小区域管理模式，管理扁平放权给各地区，着力提升管理经营效率。

“硬骨头”计划：在近几年行业复苏期，企业调整管理策略，“硬骨头”衔接“啄木鸟”计划，战略灵活性拥抱复苏机遇。到 2022 年末海底捞门店总数从 1443 家下降到 1371 家，低效门店仍具备一定的区域性客户消费潜力。随着全球性卫生事件局势好转，公司启动“硬骨头”门店计划。计划考虑在充分考量、选址、物业、人员配置、经营面积等因素下循序渐渐的重新开启“硬骨头”门店。

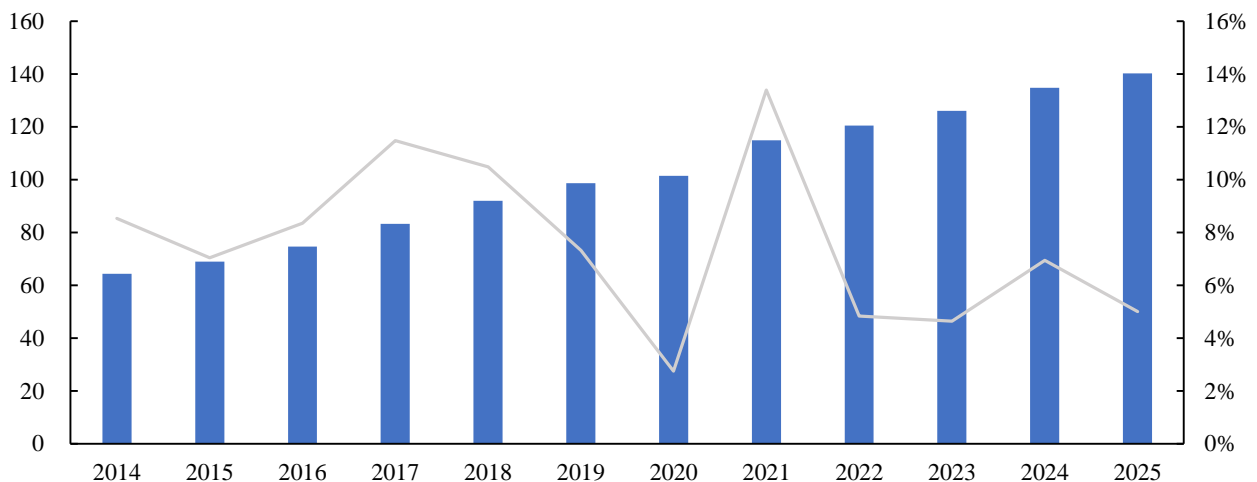
“红石榴”计划：为了推动餐饮服务创新，鼓励孵化和发展更多的餐饮新品牌。资源将会在集团层面得到整合，推动新品牌及新业务的孵化与发展。同时公司高级管理团队已组成“运营五虎将”，从创业机制、产品创新、供应链保障、运营协同、营销支持五大领域助力创新项目。此外，针对不同的创新创业项目的具体需求，公司将通过股权激励等措施，激励员工积极投身创业项目，助力品牌的规模化发展。

管理层审时度势，战略灵活性助力火锅业龙头穿越周期，未来随着餐饮消费复苏加速，公司有望持续释放业绩。

二、餐饮大赛道复苏轨迹清晰，新竞争格局红利惠及龙头

国内 GDP 稳步增长，消费为经济增长提供长久动力。中共中央、国务院印发的《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》指出，国家将扩大内需战略从短期举措上升为中长期战略，超大规模市场优势和巨大内需潜力是我国保持经济平稳运行的关键，其中消费是经济增长的持久动力。根据国家统计局数据，2015-2019 年全国餐饮收入增幅连续五年超过社会消费品零售总额增幅，有效拉动内需，促进经济发展。2020-2022 年全球性卫生事件期间，餐饮收入增速虽然受外部环境干扰出现下降，但仍高于社会消费品零售总额增速。餐饮业持续发挥促进经济增长、带动消费回升的重要驱动作用。2015-2019 年餐饮收入占社会消费零售总额比例逐年提升，全球性卫生事件期间餐饮业务收入占比波动较大，后期该比例将快速恢复，到 2023 年已基本恢复到 2019 年水平，截至 2025 年该比率已提升至 11.6%。

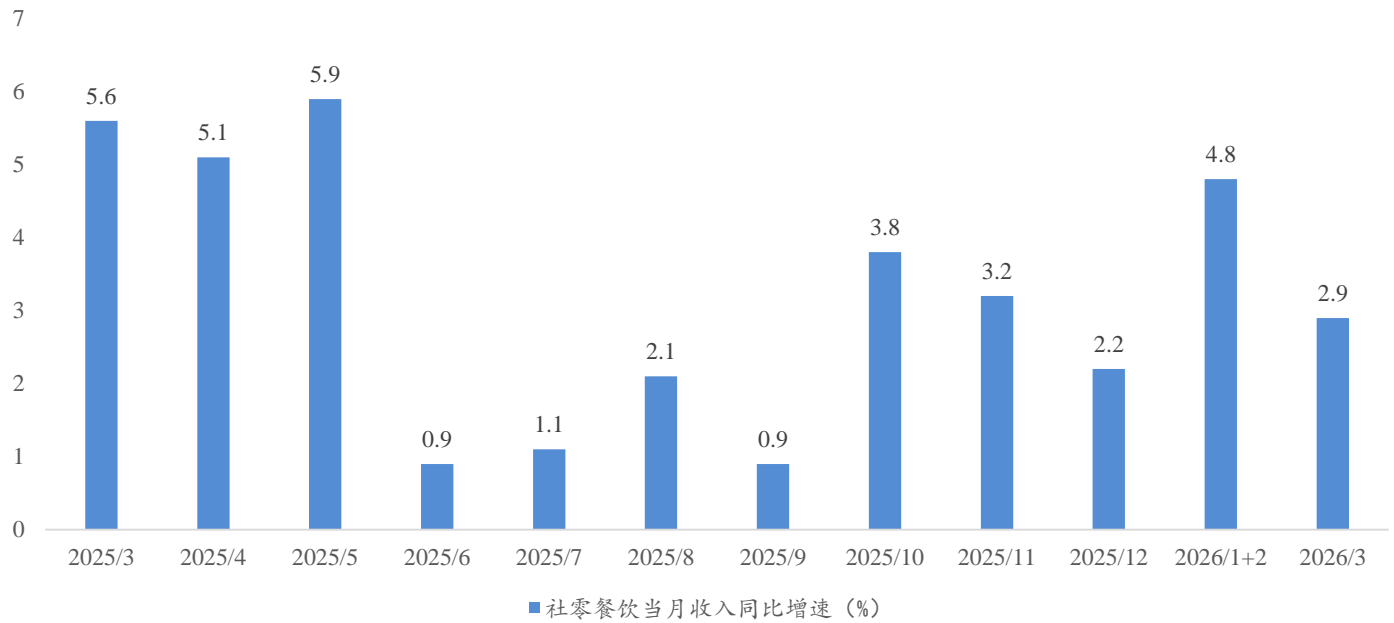
图表8：国内 GDP（万亿元）以及 YoY（%）



来源：国家统计局，国金证券研究所

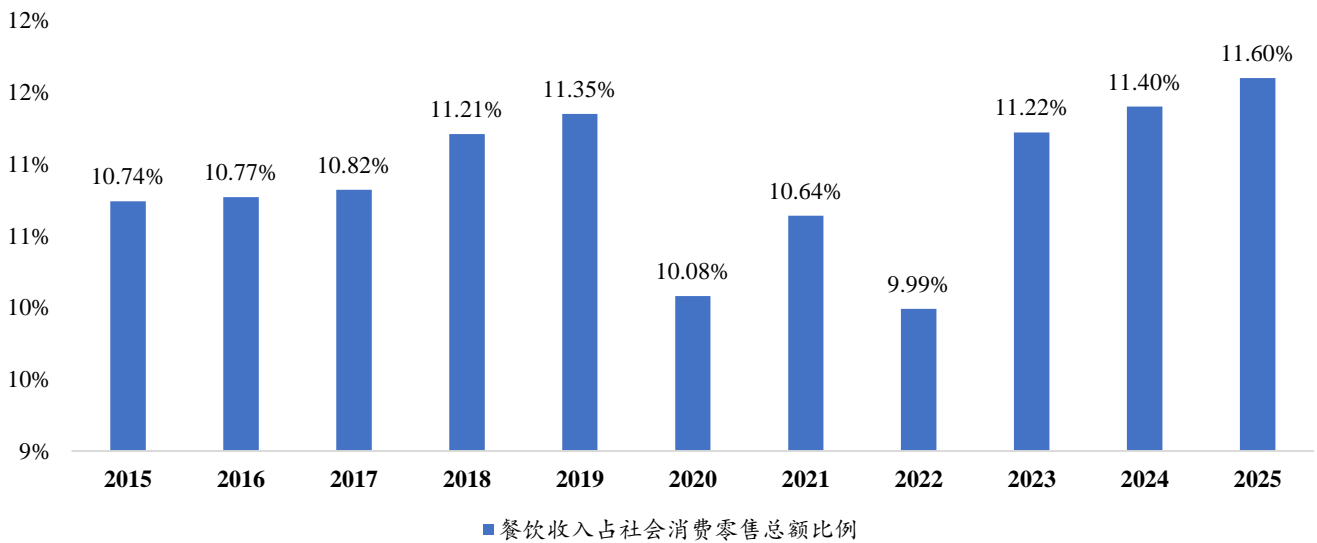


图表9：社零餐饮当月收入同比增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

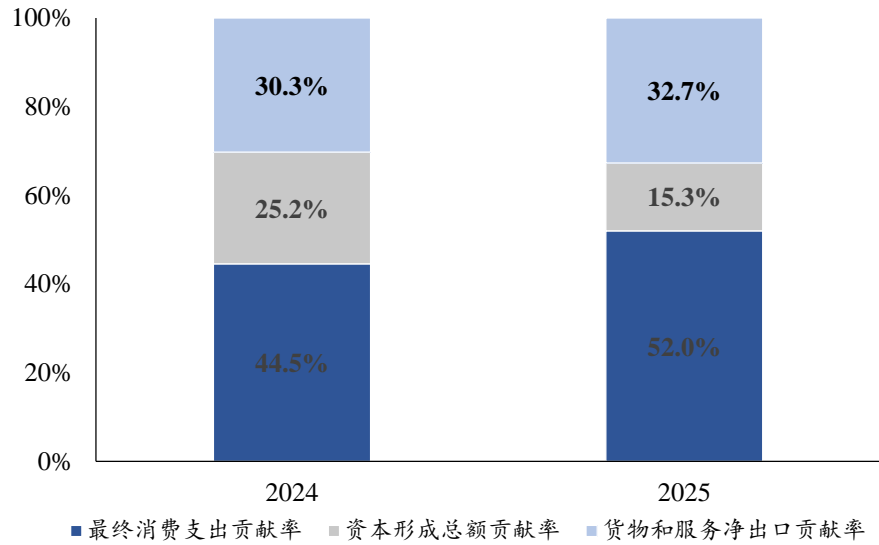
图表10：餐饮收入占社会消费零售总额比例 (%)



来源：国家统计局，国金证券研究所



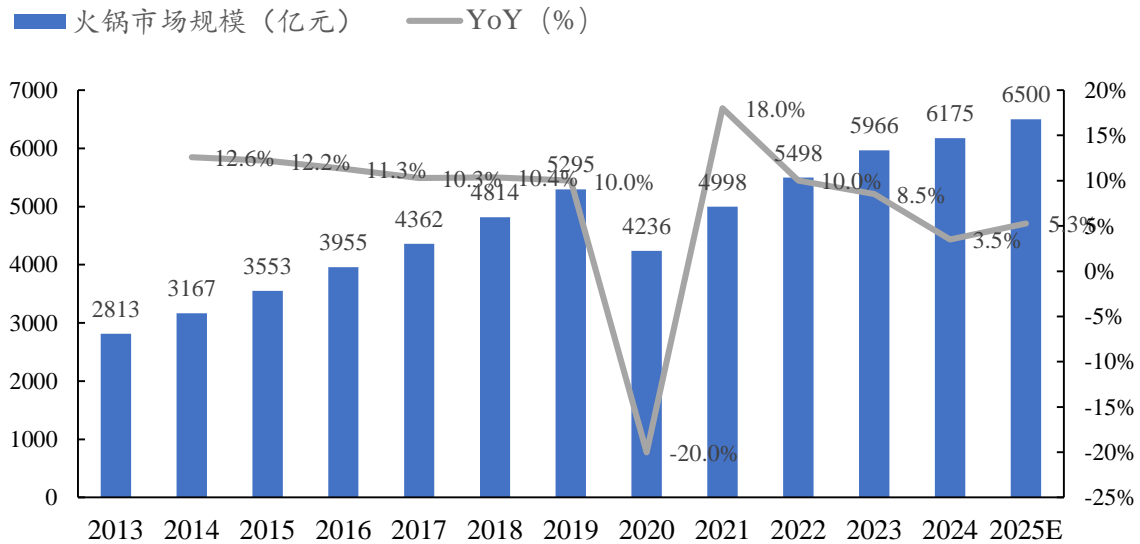
图表11: 三大需求对 GDP 增长的贡献率 (%)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

火锅赛道发展迅速, 强韧性细分穿越周期。火锅有着老少皆宜的普适性, 同时蕴含中华传统饮食文化内涵, 作为餐饮细分赛道发展迅速。据艾媒咨询数据显示, 中国火锅行业市场规模自 2013-2019 年从 2813 亿元升至 5295 亿元, 期间复合增长率为 11.12%; 2020 年受全球性卫生事件影响, 行业市场规模略有缩水, 2020 年降至 4236 亿元。2021-2023 年行业规模稳定增长。据红餐产业研究院数据显示, 2024 年中国火锅市场规模约为 6413 亿元, 同比增长 5.6%。预计 2025 年中国火锅市场规模将达到 6500 亿元, 延续稳健增长态势。细分赛道不断扩容, 提高行业弹性空间, 国内头部火锅连锁品牌有望因此收益。

图表12: 中国火锅行业市场规模 (亿元) 以及 YoY (%)

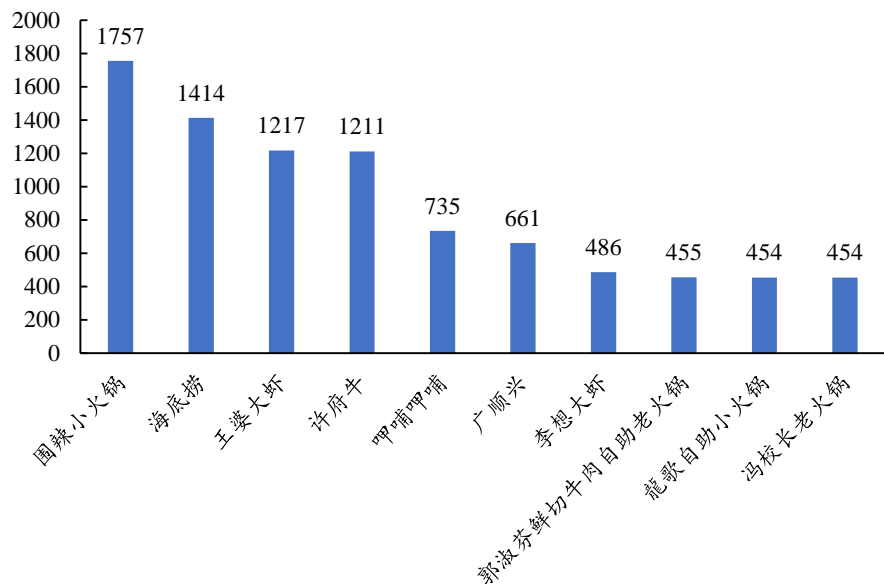


来源: 新华网, 国金证券研究所

火锅行业百家争鸣, 川渝领跑细分赛道。火锅发展至今, 已在全国各地发展出了川渝火锅、北派火锅、云贵系火锅等多种派系, 在此基础上培育出了各具特色的知名火锅品牌, 其中西南地区的市场份额最高, 门店数量约为全国的 21.4%。



图表13: 全国门店数量(家)前十的火锅品牌



来源: 窄门餐眼, 国金证券研究所

三. 综合竞争力构筑深壁垒, 信息化战略定位新方向

服务品质叠加优质服务, 打造企业成长底层逻辑。公司打造可复制经营管理及人才培养模式, 标准化管理与精细化服务成为公司快速扩张期的媒介。布局餐饮产业链, 职能部门成立第三方公司, 覆盖供应商、供应链、人员培训及装修, 把握整个业务产业链。海底捞作为餐饮业中的巨头, 具备辐射全球的强品牌力、扎实的后端供应链及优秀的组织管理能力, 助力公司快速扩张门店规模, 逐步提升盈利能力。

图表14: 海底捞核心竞争力



来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.1 与时俱进, 数字化转型定位餐饮龙头地位

公司早在 2016 年就开始布局数字化管理, 覆盖融汇智能管理、智慧服务及智慧门店。

1) 数字化满足个性化需求, 打造智慧门店。数字化逻辑不仅嵌入预定、咨询, 且灵活运用于攻克餐饮业“重口难调”的服务难点, 将顾客对于麻、辣、油水定制成符合用户喜好的专属味道存于管理系统中。

2) 数字化保障食品安全, 提升服务质量。为保障产品管理, 数字化系统助力公司有效把控选品到入库, 掌握流程中产品信息, 食品检查人员可通过公司云服务器审阅食品检查报告, 从而对食品安全问题进行全面分析。



3) 数字化增强与顾客联动。大数据嵌入餐饮行业，通过数据分析公司可对来自不同行业及不同人群的特殊需求做出针对性服务。把控服务质量的同时进一步提升客户消费粘性。

3.2 核心竞争力维系公司龙头地位，提升顾客体验，不断完善用户消费生态

利益关联：连住员工与公司利益，鼓励良性竞争普及优秀案例。从“连住利益”角度出发，公司强调员工的高度自主性，实行充分激励、充分放权，进一步调动员工的积极性。公司对主要经营管理人员执行“低底薪、高分红”的薪酬制度，据此，店经理薪酬与门店经营利润和管理水平直接挂钩。对于其他员工，公司继续采用计件工资制度；倡导多劳多得的理念；鼓励员工掌握更多岗位技能，且门店骨干员工参与门店利润分红，以此调动员工积极性。在有效的激励制度下，公司的员工能及时准确地洞察顾客需求并给予反馈，形成良好的服务创新模式。公司在企业内部打通学习、分享通道，鼓励区域级别、门店级别的良性竞争，使优秀服务创新案例很快向所有海底捞餐厅普及。

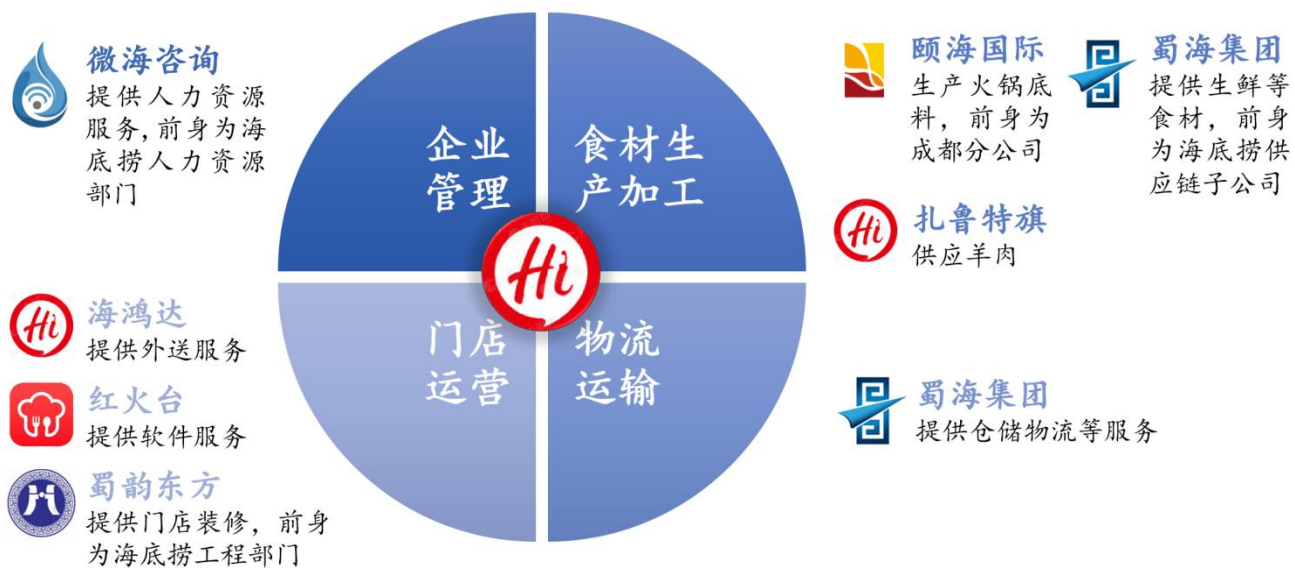
锁住管理：自上而下指定战略有效管理，赋能门店高效运行。公司目前对海底捞餐厅采用区域化管理，各大区经理负责区内门店运营、新店拓展及落后店辅导等工作，并向集团高级管理层汇报。同时，公司强调职能部门应为门店更高效地运营赋能，督促产品、食品安全、人事、财务、信息科技、品牌营销等职能部门从各自专业领域出发，与一线门店保持密切沟通，力求帮助门店更快更好地发现问题。

持续优化门店考核体系，充分借助技术手段提高考核效率。公司有完整、先进的财务管理系统、供应管理系统、门店经营数据反馈系统，以此赋能门店运营和管理。此外，公司根据业务发展情况及时更新公司政策，组织门店经理干部进行企业政策学习考试，确保相关管理岗对政策足够了解。清晰严格的政策，以及对于执行效果的重视，使得公司实现了制度化、流程化操作、数据化考核、跟从式监督，集团整体达到较高的统一性，以此灵活应对市场变化。

3.3 独立经营深度布局全过程，打造海底捞餐饮产业链

供应链业务独立运营，与餐厅业务齐头并进。自2007年供应链子公司独立成为蜀海集团以来，公司探索阿米巴经营模式，陆续成立了多家独立公司，负责整个产业链的各个环节。集团旗下的供应链企业除了向海底捞餐厅，也可向其他餐饮企业提供服务。供应链企业较高的独立性增强了进取、开拓创新的主观能动性。目前，海底捞关联企业矩阵已经覆盖餐饮产业链全过程，从采购、加工到物流运输，乃至门店装修运营和人力资源管理都建立了一套自有体系。在这套体系之下，餐厅核心业务与供应链互利共赢，增强公司供应链掌控力，不断帮助海底捞降低运营成本，提升抗风险能力，并赋能企业品牌竞争力。

图表15：海底捞深入供应链全环节



来源：公司官网，公司公告，国金证券研究所

关联交易+外部采买并行，分摊风险降低依赖性。海底捞从自家供应链企业采购，节约了销售费用，将这一部分价格让利给海底捞，为餐厅运营提供质量保证与持续的成本优势，同时也带给关联企业持续稳定的订单支持。公司与颐海国际、微海和扎鲁特旗之间的年交



易额均达到亿元以上的规模。除此之外，公司依然积极向外部供应商采购，通过分散原材料来源，减少价格与质量变动的风险。

3.4 极致服务打造特色，确立独特品牌形象：

以服务为特色破局，增强品牌价值。公司始终从顾客体验出发，创新性地为顾客提供愉悦的用餐服务。公司门店为顾客提供极致周到、热情的服务，覆盖用餐场景全过程。餐厅的特色服务包括但不限于：从顾客进店之前，等待叫号时即可先免费享用零食、饮料，并有桌游供顾客打发时间；用餐过程中，服务员不仅为顾客提供热毛巾、围裙和盛汤、倒饮料等提升用餐体验的服务，还提供变脸、扯面表演、生日祝福等为顾客带去情绪价值的服务；在顾客用餐完毕结账后，餐厅还会送上小礼品等。公司将服务打造成为海底捞的品牌特色，打出了自身的差异化，并借此提升了品牌知名度与口碑。

鼓励基层创新，驱动服务不断进化。公司门店全部的个性化服务都来自于服务员的创意。公司鼓励区域、门店层级积极创新，独立探索适合自身的服务模式，奖励提出创新方案的员工，在企业内部打通学习、分享通道，鼓励区域与门店级别的良性竞争，使优秀的服务创新案例能够向其他餐厅快速普及。一线门店自发的策划和组织，为公司贡献了许多创新的服务形式，如 2023 年门店服务员通过以“科目三”舞蹈与顾客互动，得到了消费者的好评与互联网上的高传播、讨论度。不断创新服务形式，维持品牌形象的独特性与品牌口碑，也保证了公司在服务层面长久立于行业前列。

图表 16：海底捞推出为顾客洗头、夜市摆摊等创新服务



来源：公司官网，国金证券研究所

四、战略方向拟合需求发展趋势，“红石榴计划”捕捉企业增长机会

随着经济社会发展工作的深入推进，扩内需战略及各项促消费措施持续发力，企业纷纷复工复产，居民生活秩序逐渐恢复，社会消费潜力逐步释放，消费复苏态势显现。全球性公共卫生事件正潜移默化的改变着人们目前的消费习惯；1) 健康化消费理念被强化，中餐消费的口感及价格选择或将让位于健康选择；2) 便捷消费备受关注，出行受到限制时，线上消费成为主要替代渠道，同时也培养了潜在消费群体餐饮消费的新习惯；3) “消失的消费场景”冲刷部分消费粘性，部分消费者对餐饮消费品牌的确定性出现摇摆，餐饮企业或丢失部分弱粘性客户。

“红石榴计划”打造多元创新驱动，构建餐饮新生态。海底捞“红石榴计划”是其推动创新与品牌多元化的重要战略布局。该计划旨在利用海底捞积累的顾客洞察、供应链管理、产品研发和运营经验，孵化更多餐饮新品牌，满足多元化的消费需求。截至 2025 年，海底捞已通过“红石榴计划”孵化多个新品牌，包括焰请烤肉铺子、举高高自助小火锅、如鲷寿司等，涵盖火锅、烤肉、炸鸡等多种餐饮类型。子品牌不仅拓宽了公司产品线，还覆盖更多价格区间和消费群体，为集团业务的长期增长奠定了坚实基础。

4.1 焰请烤肉铺子：国内烤肉行业增长稳健，借集团优势打造焰请烤肉新品牌

烤肉行业在中国市场中呈现出持续增长的态势，中研网在《2025-2030 年中国烧烤行业深度调研与投资研究咨询报告》指出，2017-2024 年，我国烧烤市场增速达 11%，2024 年全国烧烤市场规模预计将达 2806 亿元，同比增长 14.9%。现阶段烧国内烤肉行业的头部品牌，西塔老太太以及九田家在全国范围内拥有众多门店。西塔老太太其以独特的烤肉风格



吸引了大量消费者，目前全国门店目前已突破 400 家。而九田家以黑牛烤肉为特色，融合了多种日式烤肉元素，在烤肉赛道稳居头部行列，根据窄门餐眼显示 2026 年已有 490 家门店。

烤肉行业市场集中度较低，企业有望通过自身优势打造独特成长曲线。根据红餐大数据统计，85.9%的烤肉品牌门店数在 30 家以下，其中门店数集中在 5 家及以下和 6-30 家这两个区间的烤肉品牌占比均超 40%。相比之下，门店数超过 100 家的品牌占比仅有 2.5%。由此可见，目前烤肉赛道中的大型连锁烤肉品牌数量相对较少，中小型连锁烤肉品牌是当前烤肉赛道的主要参与者，这也意味着烤肉赛道仍有一定的扩张空间。因此，海底捞有机会凭借蜀海供应链在食品供应保障、品质与成本控制以及主品牌在商业认知等方面的优势，对接行业需求，在烤肉市场立足并实现扩张。

图表17：西塔老太太和九田家



来源：西塔老太太烤肉官网，九田家黑牛烤肉官网，国金证券研究所

借势海底捞协同效应，焰请烤肉铺子打造特色用餐体验。焰请烤肉铺子是海底捞集团“红石榴计划”中的重点子品牌，定位于中高端烤肉餐饮市场。该品牌致力于为消费者提供高品质食材和创新用餐体验，融合传统烤肉精髓与现代时尚元素，打造全新的用餐场景。焰请烤肉主打牛肉，其精选优质牛肉，如澳洲和牛，充分发挥牛肉在烤肉品类中的核心优势。这一举措与主品牌海底捞形成了协同效应。海底捞在火锅领域已积累了丰富的食材采购和品质把控经验，其对牛肉的品质要求和市场定位与焰请烤肉铺子的牛肉主打策略相契合。除牛肉外，焰请烤肉铺子的其他菜品还包括了呼伦贝尔羊肉以及鳗鱼等，搭配特色调料和创意菜品，满足消费者对高端品质的追求。

图表18：焰请烤肉铺子



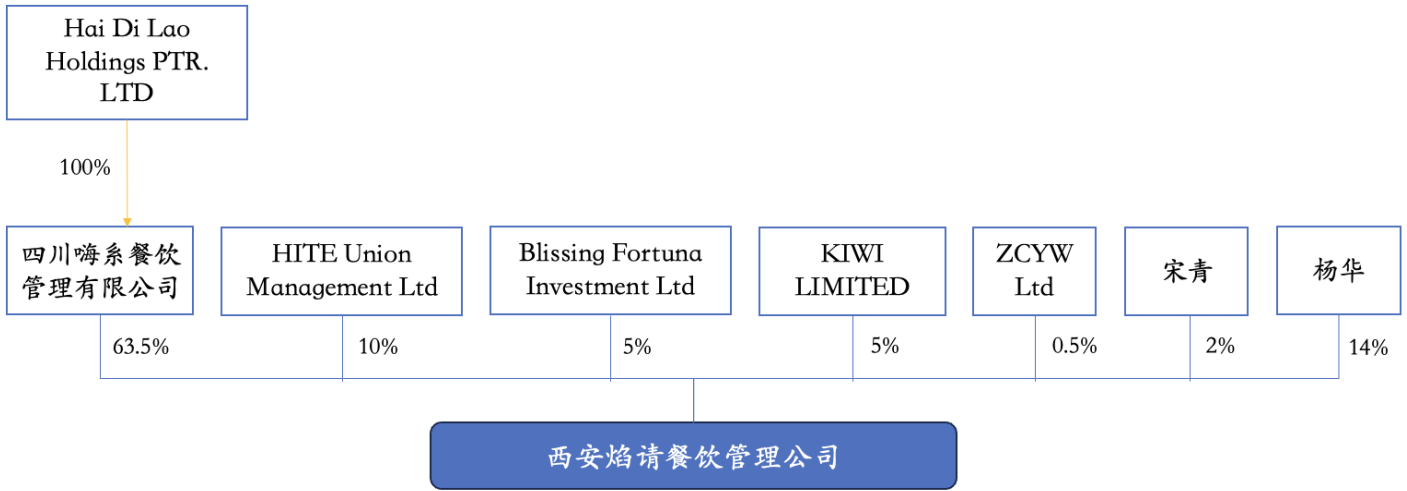
来源：网易，微博，国金证券研究所

股权架构清晰，为焰请烤肉铺子发展筑牢根基。焰请烤肉铺子所属的西安焰请餐饮管理有限公司股权结构明确，其中海底捞全资附属公司四川嗨系餐饮管理有限公司间接持股 63.5%，占据主导地位；HITE Union Management Ltd 持股 10%，Blissing Fortuna Investment Ltd 与 KIWI LIMITED 各持股 5%，ZCYW Ltd 持股 0.5%，宋青持股 2%，以及创始人杨华持股 14%。立体式股权结构体现了海底捞对焰请烤肉铺子的高度控股和大



力支持，同时也融合了各方利益相关者的参与，为焱请烤肉铺子的发展提供了坚实的后盾和多方位的资源支持，有利于其在市场中立足并拓展业务。

图表19：焱请烤肉铺子股权架构



来源：天眼查，国金证券研究所

创新服务驱动，焱请烤肉铺子塑造市场竞争优势。焱请烤肉铺子作为海底捞集团“红石榴计划”的重点子品牌，2023年12月在西安高新万达广场开设首店以来，已在西安、义乌、杭州等地开设门店，门店面积约为海底捞店面的一半，其中杭州旗舰店尝试了“烤肉+酒吧”的夜场模式，融入潮流音乐和社交氛围，专为年轻消费者和夜间消费群体打造。据央广网数据显示，焱请烤肉铺子的人均消费在100-110元之间，通过提供免费冰淇淋、小零食、洗头、编小辫、助烤等多元化服务，延续海底捞的创新服务基因，全面提升顾客用餐体验，成为“红石榴计划”下的重要创新实践。通过母子品牌联动策略，借助海底捞的资源优势，在团队配置上以老带新保证服务质量。从市场需求、品牌优势、创新能力及行业趋势等方面来看，焱请烤肉铺子凭借其独特定位和优质服务，满足了消费者对高品质餐饮体验的需求，在市场竞争中具有较大潜力，有望持续扩展，未来可期。

图表20：焱请烤肉铺子店面情况



来源：草根调研，国金证券研究所



4.2 举高高自助小火锅：平价自助小火锅，“质价比”优势显著

举高高自助小火锅是海底捞体系孵化的平价自助火锅品牌，目前已在全国布局 49 家门店。品牌采用高性价比与轻量化的门店模型，通过自助形式有效降低人工成本，并依托海底捞成熟的标准化体系，实现业务的快速复制与规模扩张。品牌在围挡时期，通过将“海底捞旗下品牌”放在最显眼的位置来强化品牌附加价值。2025 年 10 月，举高高自助小火锅高头猛进，30 店齐开，在多个门店场景上创新升级，比如湖南长沙芙蓉天街的全国家象首店，主打精致法式原木风，“一人食”“品质感拉满”。作为海底捞向“自助化”赛道延伸的创新利刃，举高高旨在为追求便捷与效率的消费者提供更具活力的用餐选择。

在核心竞争力上，举高高深度复用海底捞强大的全产业链供应链。凭借肉制品、丸滑等标准化食材的规模化采购与中央厨房的精细化加工，在确保食材质量对标高端火锅的同时，实现了极佳的成本控制。“高质、低价、强背书”的质价比优势，精准契合了当前消费趋于理性的市场大环境，自开业以来，迅速吸引了大批年轻消费者，高峰期排队情况可达 4000 桌，展现出极强的抗风险能力与市场渗透力。

图表21：举高高自助小火锅



来源：大众点评，国金证券研究所

4.3 如鲷寿司：日式火爆餐饮模式，厚积薄发静待时日

如鲷寿司是海底捞体系进军日料赛道的战略性子品牌，主打平价高质的寿司与日式简餐。品牌通过优化的作业流程实现快速出餐与高效率经营，于 2024 年 10 月在杭州开设首店。平价回转寿司精准契合了年轻消费群体对高品质风味、高效触达以及社交空间体验的多维诉求。作为跨品类延伸的重要尝试，如鲷寿司不仅丰富了集团的餐饮矩阵，更承担着海底捞切入轻餐饮与日系快餐市场的战略重任。为实现消费者高频率复购，如鲷寿司必须保持极高的品控，也对生鲜冷链、食材安全有着严苛的要求。

从行业视角看，寿司品类正成为中国餐饮市场中极具前景的“黄金板块”。2025 年中国寿司市场规模恢复到 700 亿元。寿司产业兼具快餐业态的高效便捷与日式料理的品质格调，在消费市场中确立了极高的“质价比”地位。这种竞争优势并非源于短期的价格补贴，而是植根于运营体系的极致效率以及对供应链端的深层整合与精细化管控。随着年轻消费群体对健康、便捷餐饮需求的激增，国内寿司赛道近年来持续升温，诞生了如寿司郎、滨寿司等火热品牌。如鲷寿司依托集团在米饭深加工、全球海鲜采购及全程冷链配送上的规模优势，完美解决了日料行业的品质稳定性难题。在“轻餐饮+便捷化”的趋势下，如鲷寿司凭借高成长性与扩张潜力，有望成为该赛道不容忽视的新势力。



图表22：如鮨寿司



来源：大众点评，国金证券研究所

4.4 海底捞大排档火锅：排档氛围接地气，大众消费多场景

海底捞大排档火锅是集团针对细分市场推出的创新子品牌，于2025年12月在广州开设首店，主打“夜宵场景”、“排档氛围”的平价火锅模式。公司看好大排档模型门店的发展潜力，公司预计未来三年该模型有机会拓至500家门店。相比于海底捞主品牌，大排档在环境、产品、体验等方面有着诸多创新。品牌通过更接地气的装修风格与极具竞争力的价格体系，深度切入大众消费市场。将颇具烟火气的“生鲜市集”搬进火锅店，消费者穿梭在不同档口间自主选取食物，感受类似市集采买般的自选体验。大排档的SKU超过200个，包括海鲜、肉类、蔬菜等，产品“按盘计价”，分装在4种颜色的餐具中呈现，代表4个不同的价位。“一人一锅”的大排档，让火锅成为一种可逛、可选、可参与的全新餐饮体验。

海底捞大排档火锅品牌旨在打破传统火锅的经营边界，通过强化夜间经营时段，显著提升翻台率与单店盈利能力。在产品逻辑上，大排档火锅在延续了海底捞的核心火锅研发能力的，在服务与体验上进行了差异化处理。通过营造轻松、自在的社交氛围，品牌实现了从正餐向社交夜生活的延伸。这不仅是海底捞对多价格带策略的进一步深化，更是其在火锅主业基础上，向多场景消费模式发起的一次成功探索。海底捞大排档火锅是海底捞“红石榴计划”中较为亮眼的一颗“石榴籽”。数据显示，大排档火锅的多地首店翻台率在5.5次/天以上，有时高达超过6次/天，远超海底捞主品牌去年3.9次/天的整体翻台率。



图表23: 海底捞大排档火锅



来源: 小红书, 国金证券研究所

4.5 小嗨爱炸: 炸鸡快餐新进者, 满足多样化需求

小嗨爱炸是海底捞首次进军炸鸡快餐市场的子品牌, 致力于满足年轻人对快餐的多样化需求。根据红餐大数据, 目前炸鸡品类的主要价格带集中在 11 元-20 元, 人均消费 33 元, 占比超过 6 成, 而“小嗨炸鸡”所处的 40 元-60 元价格带, 仅占 3.22%。与来自美国的 Popeyes、丽芝士等, 同属炸鸡中的“高端消费”。品牌主打“拌酱炸鸡”, 以创意调味为核心卖点, 搭配多种独特风味的酱料, 为消费者提供独特的口感体验。小嗨爱炸采用堂食与外卖并重的经营模式, 计划在城市中心、商圈及社区周边快速扩张。其产品不仅适用于快捷用餐, 还可以满足外卖及休闲场景的需求, 进一步增强了品牌的市场竞争力。

图表24: 小嗨爱炸



来源: 大众点评, 国金证券研究所

4.6 喵塘主烤鱼: 鲜鱼现烤多元口味, 表演打造社交氛围

喵塘主烤鱼是海底捞“红石榴计划”中的烤鱼品牌, 主打鲜鱼现烤, 提供包括麻辣烤鱼、翡翠青椒烤鱼、贵州红酸汤烤鱼等多种口味, 同时搭配烧烤串、小吃和酒水饮品, 满足多样化需求。首店位于天津天河城, 采用黑金工业风设计, 营造年轻化用餐环境。品牌延续海底捞的高标准服务, 提供美甲、魔术等增值体验, 并引入驻唱表演, 为消费者打造充满活



力的社交氛围。

图表25: 喵塘主烤鱼



来源: 小红书, 国金证券研究所

4.7 小嗨火锅: 性价比亲民火锅, 拓展人物画像空间

小嗨火锅是“红石榴计划”中面向亲民消费市场的火锅品牌, 注重性价比和便捷性。品牌主打丰富的套餐模式, 结合多样化的菜品和贴心的服务, 为家庭聚餐、朋友聚会等场景提供适合的用餐选择。小嗨火锅的门店布局以二三线城市为主, 依托标准化的管理模式和快速复制的能力, 迅速占领市场。品牌旨在以更低的价格、更高的品质, 满足消费者对火锅的需求, 进一步拓展海底捞在不同消费群体中的影响力。

图表26: 小嗨火锅



来源: 小红书, 国金证券研究所

4.8 海底捞茶水铺: 顺行现制茶饮春风, 主业联动赋能

海底捞茶水铺是“红石榴计划”中的手作茶饮品牌, 旨在为消费者提供高品质的茶饮选择, 同时拓展火锅以外的消费场景。品牌的饮品主打果茶、柠檬茶和奶茶等健康饮品, 采用区域限定的特色菜单, 如“桂花乌龙小吊梨汤”等。茶水铺在部分海底捞门店内开设独立区域, 为堂食顾客提供解辣饮品的同时, 也吸引外带消费者。通过独立化运营模式, 茶水铺实现



了火锅消费场景与茶饮业务的联动，进一步提升了海底捞的品牌覆盖范围。

图表27: 茶水铺



来源：小红书，国金证券研究所

4.9 多元布局经营，顺应市场消费模式

在全球性卫生事件后，餐饮企业面临挑战的背后是消费观念、消费习惯、弱粘性客户变化的机遇。经营战略与市场动向的拟合，或将成为餐饮企业捕捉增长机会的关键。从海底捞的战略体系来看，公司已经就深入健康化餐饮、提高客户粘性、便捷消费等方面有所布局。

持续打磨门店管理体系，强化人才与集团的绑定。公司进一步完善门店考核指标，同时沿革执行考核淘汰制度下的相关要求，对门店管理体系进行市场化调整。强化和调整 KPI 考核，深化连住利益，锁住管理挑战，进一步推广低底薪、高分红的激励模式，计划将店长等管理层转化为公司内部合伙人，强化人才与集团整体经营利益的绑定。加强员工培训，强化企业文化传播，在师徒模式下强化与公司与核心员工的联系。

外卖体系持续发力，跨界合作增加露出。重塑外卖体系，组建社区营运事业部、强化到家服务业态的同时满足堂食+零售+自提的到店需求，从线上外卖到融合社区、线上商城、多维捕捉多元消费需求。强化跨界合作，品牌覆盖奈雪、抖音生活服务、海信电视等。敏锐捕捉世界杯主题，强化消费热点餐饮体验，世界杯期间公司推出“世界杯主题”沉浸消费场景，另一方面线上线下齐发力，推出专属新品和服务，据抖音平台统计，世界杯消费热点期间“海底捞宵夜”话题播放共计超过 8.8 亿次，高效种草年轻客群体。

公司聚焦产品创新和优化。2023 年公司成立创新创业办公室，调整创业品牌的策略规划。公司同时积极尝试门店形式的创新，提供富有地区特色的餐饮体验。截至现在，公司在已有的“牛肉工坊”、“海鲜工坊”“羊肉工坊”基础之上，开设下沉赛道试水品牌，并于上海开设露营火锅店，于西安开设校园火锅创新试点。



图表28: 海底捞跨界合作



来源: 网易, 微博, 国金证券研究所

五、盈利预测

经营情况预测

海底捞餐厅经营业务: 在餐饮行业修复的大背景下, 我们认为公司的经营水平将逐步提升, 门店端拓展稳步推进, 预计在 26-28 年该业务板块营收为 413/428/440 亿元, 同比分别为 10%/3%/3%。

其他餐厅经营: 公司持续推进“红石榴计划”, 多元品牌布局, 市场拓展空间显著提升。在各支线品牌逐步发展的状态下, 预计在 26-28 年该业务板块营收为 21/30/42 亿元, 同比分别为 4%/6%/8%。

外卖业务: 公司持续加码外卖业务, 进一步优化门店经营效率, 高效利用门店额外产能, 预计在 26-28 年该业务板块营收为 24/25/25 亿元, 同比分别为-10%/3%/2%。

调味品及食材销售: 该业务板块将持续伴随门店拓展稳健成长, 预计在 26-28 年该业务板块营收为 13/14/15 亿元, 同比分别为 10%/10%/10%。

其他业务: 该业务板块包含部分加盟业务收入, 整体收入占比预计仍保持稳定上行, 预计在 26-28 年该业务板块营收为 4/6/9 亿元, 同比分别为 52%/50%/50%。

综上, 预计 26-28 年公司整体经营收入 YoY 为 10.01%/5.67%/5.69%。

图表29: 公司业绩拆分预测表

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	43225.36	47551.76	50247.70	53105.41
YoY	1.10%	10.01%	5.67%	5.69%
营业成本	36479.93	40350.93	42482.55	44740.41
YoY	-1.13%	10.61%	5.28%	5.31%
主营业务利润率	15.61%	15.14%	15.45%	15.75%
营业成本/收入	84.39%	84.86%	84.55%	84.25%
分业务拆分:				
海底捞餐厅经营				
收入	37543.04	41349.71	42789.91	43958.36
YoY	-7.07%	10.14%	3.48%	2.73%
业务收入比例	86.85%	86.96%	85.16%	82.78%
其他餐厅经营				
收入	1520.60	2128.84	2980.38	4172.53
YoY	214.61%	40.00%	40.00%	40.00%
业务收入比例	3.52%	4.48%	5.93%	7.86%
外卖业务				



收入	2657.60	2391.84	2463.60	2512.87
YoY	111.95%	-10.00%	3.00%	2.00%
业务收入比例	6.15%	5.03%	4.90%	4.73%
调味品及食材销售				
收入	1155.10	1270.61	1397.67	1537.44
YoY	100.84%	10.00%	10.00%	10.00%
业务收入比例	2.67%	2.67%	2.78%	2.90%
其他业务				
收入	270.42	410.76	616.15	924.22
YoY	865.06%	51.90%	50.00%	50.00%
业务收入比例	0.63%	0.86%	1.23%	1.74%

来源：公司公告，国金证券研究所

六、投资建议

投资建议及估值

市盈率法

我们预测，2026/2027/2028 年公司实现营业收入 475.5 亿/502.5 亿/531.1 亿元，同比+10.0%/+5.7%/+5.7%；归母净利润 46.0/50.6/55.4 亿元，同比+13.5%/+10.0%/+9.6%，对应 EPS 为 0.82/0.91/0.99 元。

我们选取 5 家餐饮上市公司：百胜中国、九毛九、达势股份、特海国际、同庆楼作为可比公司进行估值。

我们认为海底捞为餐饮行业龙头公司，应适当给予一定估值溢价，给予公司 2026 年 20 倍 PE，对应目标价 18.94 港元，给予“买入”评级。

图表30：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（港元）	EPS（港元）			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
9987.HK	百胜中国	369.6	22.71	24.63	26.99	16.27	15.01	13.69
9922.HK	九毛九	1.68	0.16	0.23	0.28	10.78	7.33	6.02
1405.HK	达势股份	44.18	1.62	2.4	3.3	27.21	18.38	13.38
9658.HK	特海国际	11.04	0.6	0.75	0.88	18.46	14.68	12.34
605108.SH	同庆楼	15.13	0.44	0.55	0.69	34.4	27.57	21.91
中位数						18.46	15.01	13.38
平均数						21.42	16.59	13.47
6862.HK	海底捞	15.09	0.94	1.04	1.12	16.04	14.53	13.51

*数据截至 2026 年 5 月 12 日收盘，可比公司预测采用 Wind 一致预期（注：其中同庆楼相关数据单位均为元。）

来源：Wind，国金证券研究所

七、风险提示

- 1) **公司拓店速度不及预期**：餐饮业务作为公司的主营业务，拓店是其业务增长的重要手段，拓店速度不及预期将影响公司主营业务成长。
- 2) **餐饮业务需求不及预期**：餐饮业务为公司“立品牌”板块，但如果餐饮业务需求不及预期，会导致公司拓展缓慢，从而影响该业务发展。
- 3) **食品安全问题**：餐饮以及食品业务为公司现阶段主营业务，突发重大食品安全问题可能会导致舆论事件的发生，影响业务后续发展。



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	41,453	42,755	43,225	47,552	50,248	53,105
增长率	33.6%	3.1%	1.1%	10.0%	5.7%	5.7%
主营业务成本	0	0	0	40,351	42,483	44,740
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	84.9%	84.5%	84.2%
毛利	0	0	0	7,201	7,765	8,365
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	15.1%	15.5%	15.8%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	6,185	6,899	5,779	6,534	7,222	7,896
%销售收入	14.9%	16.1%	13.4%	13.7%	14.4%	14.9%
财务费用	351	275	-32	0	0	0
%销售收入	0.8%	0.6%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
投资收益	46	52	33	26	15	5
%税前利润	0.8%	0.8%	0.6%	0.4%	0.2%	0.1%
营业利润	4,970	5,859	5,088	5,299	6,258	6,772
营业利润率	12.0%	13.7%	11.8%	11.1%	12.5%	12.8%
营业外收支						
税前利润	5,833	6,624	5,812	6,534	7,222	7,896
利润率	14.1%	15.5%	13.4%	13.7%	14.4%	14.9%
所得税	1,338	1,924	1,770	1,944	2,174	2,363
所得税率	22.9%	29.0%	30.5%	29.7%	30.1%	29.9%
净利润	4,495	4,700	4,042	4,590	5,048	5,533
少数股东损益	-4	-8	-8	-8	-10	-10
归属于母公司的净利润	4,499	4,708	4,050	4,598	5,058	5,543
净利率	10.9%	11.0%	9.4%	9.7%	10.1%	10.4%

现金流量表(人民币 百万)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	4,499	4,708	4,050	4,598	5,058	5,543
少数股东损益	-4	-8	-8	-8	-10	-10
非现金支出	198	-324	-452	-1,243	-974	-1,134
非经营收益						
营运资金变动	1,357	692	-116	187	308	220
经营活动现金净流	9,000	7,634	5,664	3,542	4,392	4,630
资本开支	-641	-1,326	-1,779	-1,100	-1,100	-1,200
投资	-4,765	995	-1,926	-136	-1,133	-635
其他	95	239	675	1,235	964	1,124
投资活动现金净流	-5,311	-91	-3,030	-2	-1,268	-711
股权募资	0	0	-50	0	0	0
债权募资	-2,860	-1,508	-722	874	1,580	1,227
其他	-641	-6,122	-4,174	-4,139	-4,552	-4,989
筹资活动现金净流	-3,502	-7,630	-4,946	-3,265	-2,972	-3,762
现金净流量	175	-69	-2,456	131	7	12

资产负债表(人民币 百万)

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	6,476	6,407	3,951	4,082	4,090	4,102
应收款项	2,413	1,840	1,821	2,025	2,128	2,255
存货	1,075	1,061	1,077	1,065	1,062	1,119
其他流动资产	4,944	3,717	5,578	5,959	7,070	7,820
流动资产	14,907	13,024	12,427	13,131	14,350	15,295
%总资产	60.4%	57.2%	56.3%	55.1%	55.0%	54.2%
长期投资	304	180	173	108	72	21
固定资产	3,846	3,229	3,423	4,623	5,823	7,073
%总资产	15.6%	14.2%	15.5%	19.4%	22.3%	25.1%
无形资产	3,411	2,952	2,743	2,643	2,543	2,493
非流动资产	9,770	9,757	9,663	10,698	11,762	12,911
%总资产	39.6%	42.8%	43.7%	44.9%	45.0%	45.8%
资产总计	24,677	22,781	22,090	23,829	26,112	28,206
短期借款	680	143	2,428	3,302	4,882	6,108
应付款项	2,220	2,170	2,265	2,242	2,360	2,486
其他流动负债	4,341	4,791	4,630	5,211	5,445	5,787
流动负债	7,242	7,104	9,324	10,755	12,686	14,381
长期贷款	2,076	2,028	0	0	0	0
其他长期负债	3,842	3,232	2,761	2,761	2,761	2,761
负债	13,160	12,364	12,085	13,516	15,448	17,142
普通股股东权益	11,527	10,434	10,014	10,330	10,691	11,101
其中：股本	0	0	0	0	0	0
未分配利润	11,781	10,667	10,383	10,699	11,061	11,471
少数股东权益	-10	-16	-9	-17	-27	-37
负债股东权益合计	24,677	22,781	22,090	23,829	26,112	28,206

比率分析

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	0.83	0.87	0.75	0.82	0.91	0.99
每股净资产	2.07	1.87	1.80	1.85	1.92	1.99
每股经营现金净流	1.61	1.37	1.02	0.64	0.79	0.83
每股股利	0.75	0.82	0.64	0.74	0.82	0.90
回报率						
净资产收益率	39.03%	45.12%	40.44%	44.52%	47.31%	49.93%
总资产收益率	18.23%	20.67%	18.33%	19.30%	19.37%	19.65%
投入资本收益率	33.39%	38.89%	32.33%	33.71%	32.47%	32.22%
增长率						
主营业务收入增长率	33.55%	3.14%	1.10%	10.01%	5.67%	5.69%
EBIT 增长率	138.64%	11.55%	-16.23%	13.05%	10.54%	9.33%
净利润增长率	227.33%	4.65%	-13.98%	13.54%	9.99%	9.60%
总资产增长率	15.10%	-7.68%	-3.03%	7.87%	9.58%	8.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.3	6.0	5.6	5.6	5.6	5.6
存货周转天数	—	—	—	9.6	9.0	8.8
应付账款周转天数	—	—	—	20.1	19.5	19.5
固定资产周转天数	41.2	29.8	27.7	30.5	37.4	43.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-5.69%	-20.58%	0.09%	5.11%	18.21%	26.81%
EBIT 利息保障倍数	17.6	25.1	24.3	—	—	—
资产负债率	53.33%	54.27%	54.71%	56.72%	59.16%	60.77%

来源：公司年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究