

海底捞 (06862.HK)

开放加盟模式，扩张有望适度提速

买入

核心观点

海底捞正式开放加盟，多元化公司扩张模式。公司3月4日发布公告，宣布将着手推进海底捞餐厅的加盟特许经营模式。公司认为，适时引入加盟特许经营模式，将有助于实现进一步的适度扩张。加盟条件除去价值、文化认同外，加盟商需要具备“多店发展的财务基础”及“地方物业资源”、“企业管理能力”，同时已成立加盟事业部，制定加盟特许经营相关模式细节及商务合作流程，未来将通过严谨而系统化的标准探索新商业模式。但加盟模式具体合作方式及后续加盟扩张节奏均仍待披露。

加盟模式是连锁餐饮扩张的重要一环，2023年以来众多餐饮品牌转向“直营+加盟”。与直营模式相比，加盟模式资金占用少，有助于品牌短时间内迅速高效扩张；若加盟商自带物业、商业资源，方便获得更优的门店位置，优化租金成本，甚至可能优于自营租后单店模型。行业内已有许多玩家进行转型。海底捞是继海伦司、奈雪的茶、太二酸菜鱼（九毛九集团）之后又一家由直营扩张转向“直营+加盟”并举的餐饮公司。从另一家茶饮咖啡赛道瑞幸的经验来看，截至2023年年末，直营门店10598家，联营门店5620，接近2:1的关系，相对做到了效率和品控的平衡。

海底捞疫后复苏良好，开放加盟体现谨慎展店思路。得益于公司优异的经营效能及“科目三”的出圈运营，海底捞已经实现了疫后的强势复苏，2023年预告公司营收超414亿元，净利润44亿元，创下历史新高，且公司披露23Q4的整体翻台率已经接近2019年同期水平，翻台率表现领先港股餐饮公司。目前全国共有门店1400余家，其中2023年有近30家硬骨头门店复开，全新选址的新店共9家，并在北京探索了2家高性价比的子品牌“嗨捞火锅”。考虑到业绩和翻台率传递出的积极信号，公司此次选择开放加盟且未否定24年直营扩店的可能性，或体现了公司谨慎展店的稳健运营思路，长远来看为公司持续下沉扩张提供了更具性价比的选择。

风险提示：翻台率恢复不及预期、客单价下滑、食品安全问题、竞争加剧。

投资建议：我们暂维持2023-2025年归母净利润预测为45.5/52.7/60.8亿元，对应PE估值为15/13/11x。2023年公司致力于恢复门店翻台率、尝试平价火锅副牌“嗨捞”品牌，2024年以来采用加盟模式谨慎重启扩张，以上举措均代表公司仍在积极探索公司未来的成长方向，有利于打消市场所担心的成熟餐饮品牌容易安守现状的担忧，同时以加盟模式为尝试的新商业探索也表示了公司谨慎乐观负责任的态度，维持公司“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	41,112	31,039	41,063	45,682	50,497
(+/-%)	44%	-25%	32.3%	11.2%	10.5%
归母净利润(百万元)	-4163	1638	4547	5258	6050
(+/-%)	--	139%	177.5%	15.6%	15.1%
每股收益(元)	-0.75	0.29	0.82	0.94	1.09
EBIT Margin	93%	89%	10%	11%	12%
净资产收益率 (ROE)	-53%	22%	38%	30%	26%
市盈率 (PE)	-17	42	15	13	11
EV/EBITDA	2	3	15	13	12
市净率 (PB)	9	9	6	4	3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

社会服务·酒店餐饮

证券分析师: 曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师: 张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

证券分析师: 钟潇

0755-82132098

zhongxiaoyao@guosen.com.cn

S0980513100003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	13.56 港元
总市值/流通市值	75583/75583 百万港元
52周最高价/最低价	23.95/11.94 港元
近3个月日均成交额	184.62 百万港元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《海底捞 (06862.HK) - 经营延续稳健表现，关注新业态孵化与开店积极信号》——2024-02-22

《海底捞 (06862.HK) - 嗨捞火锅探店报告：更轻、更快、更高性价比》——2023-10-25

《海底捞 (06862.HK) - 修炼内功效率显著提升，期待开店端的积极信号》——2023-08-31

《海底捞 (06862.HK) - 2023H1 业绩预告点评-2023 上半年实现净利润不低于 22 亿元，精细化管理效果持续显现》——2023-08-02

《海底捞 (06862.HK) - 降本增效成绩斐然，静待公司新一轮扩张重启》——2023-03-31

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 亿元	EPS (元)				PE				ROE (22A)	PEG (23E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
9922. HK	九毛九	5.29	71.54	0.03	0.33	0.46	0.56	176.33	16.03	11.50	9.45	1.55	0.02	买入
6862. HK	海底捞	13.98	783.70	0.25	0.79	0.91	1.04	55.92	17.70	15.36	13.44	18.47	0.07	增持
9869. HK	海伦司	3.21	42.95	-1.46	0.22	0.27	0.35	-2.20	14.59	11.89	9.17	-87.84	0.11	买入
9987. HK	百胜中国	333.00	1,312.82	7.39	13.99	16.01	17.75	45.06	23.80	20.80	18.76	6.82	0.24	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	5767	6301	9293	12387	15631	营业收入	41112	31039	41063	45682	50497
应收款项	3406	2300	3375	3755	4150	营业成本	0	0	16713	18501	20401
存货净额	1456	1142	248	275	302	营业税金及附加	0	0	2053	2284	2525
其他流动资产	22	2	0	0	0	销售费用	1644	1425	5379	5962	6539
流动资产合计	11406	10507	13677	17330	21180	管理费用	1277	1855	12799	13942	15052
固定资产	9233	5645	6991	10272	13590	财务费用	(14)	36	123	60	44
无形资产及其他	6037	4055	3141	2628	2614	投资收益	0	0	(7)	0	0
投资性房地产	981	815	815	815	815	资产减值及公允价值变动	0	0	0	20	0
长期股权投资	366	418	418	468	518	其他收入	(40529)	(26231)	2070	2052	2125
资产总计	28021	21439	25042	31512	38716	营业利润	(2325)	1492	6059	7006	8061
短期借款及交易性金融负债	3631	2406	0	0	0	营业外净收支	(1651)	626	0	0	0
应付款项	2609	1788	0	55	121	利润总额	(3976)	2118	6059	7006	8061
其他流动负债	3646	3039	5291	5451	5541	所得税费用	185	480	1515	1751	2015
流动负债合计	9886	7232	5291	5506	5662	少数股东损益	2	(1)	(3)	(4)	(4)
长期借款及应付债券	4057	2278	2278	2278	2278	归属于母公司净利润	(4163)	1638	4547	5258	6050
其他长期负债	6150	4473	5473	6474	7476	现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
长期负债合计	10207	6751	7751	8752	9754	净利润	(4163)	1638	4547	5258	6050
负债合计	20093	13983	13042	14258	15416	1 资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	14	13	10	6	1	折旧摊销	346	492	1668	1753	1896
股东权益	7915	7443	11990	17249	23299	公允价值变动损失	0	0	0	(20)	0
负债和股东权益总计	28021	21439	25042	31512	38716	财务费用	(14)	36	123	60	44
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(2231)	(1501)	1286	809	734
每股收益	(0.75)	0.29	0.82	0.94	1.09	其它	2	(1)	(3)	(4)	(4)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(6046)	628	7498	7797	8677
每股净资产	1.42	1.34	2.15	3.09	4.18	资本开支	0	3553	(2100)	(4500)	(5200)
ROIC	277%	162%	48%	83%	68%	其它投资现金流	(490)	(7)	0	(152)	(183)
ROE	-53%	22%	38%	30%	26%	投资活动现金流	(415)	3495	(2100)	(4702)	(5433)
毛利率	100%	100%	59%	60%	60%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	93%	89%	10%	11%	12%	负债净变化	3727	(1779)	0	0	0
EBITDA Margin	94%	91%	14%	15%	16%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	44%	-25%	32%	11%	11%	其它融资现金流	2092	(32)	(2406)	0	0
净利润增长率	—	139%	178%	16%	15%	融资活动现金流	9545	(3589)	(2406)	0	0
资产负债率	72%	65%	52%	45%	40%	现金净变动	3084	534	2992	3094	3244
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	2683	5767	6301	9293	12387
P/E	(16.6)	42.2	15.2	13.2	11.4	货币资金的期末余额	5767	6301	9293	12387	15631
P/B	8.7	9.3	5.8	4.0	3.0	企业自由现金流	0	24006	3943	1807	1916
EV/EBITDA	2	3	15	13	12	权益自由现金流	0	22168	1445	1763	1883

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032