

今日焦點:

► 海底撈 (6862 HK, 股價HK\$14.47, 市值810億港元) 面臨利潤壓力

1H25營業收入同比微降3.7%至207億元人民幣,符合預期。淨利潤同比下降14%至18億元,低於市場預期10%。利潤表現承壓主要系經營杠杆減弱所致。成本端來看,員工成本占比同比上升0.5個百分點至33.8%,原材料成本占比受菜單升級影響同比增加0.8個百分點至39.8%。淨利率同比收窄1個百分點至8.5%。公司宣派中期股息每股33.8港仙,派息率高達95%。

圖 1: 1H25 業績回顧

	1H24		1H25			Results comments
	RMB mn.	% of Rev	RMB mn.	% of Rev	YoY chg	
Revenue	21,491		20,703		-4%	Haidilao 9%, Delivery+60%, Other brands+227
Raw materials	(8,387)	-39.0%	(8,243)	-39.8%	-2%	Menu upgrade
Staff costs	(7,156)	-33.3%	(6,988)	-33.8%	-2%	Operating deleverage
Rentals and related expenses	(211)	-1.0%	(216)	-1.0%	2%	
Utilities expenses	(722)	-3.4%	(701)	-3.4%	3%	
Depreciation and amortization	(1,339)	-6.2%	(1,156)	-5.6%	14%	
Travelling and communication expen	(95)	-0.4%	(110)	-0.5%	16%	
Other expenses	(881)	-4.1%	(1,087)	-5.2%	23%	
Other gains and losses	(67)	-0.3%	235	1.1%	-452%	
Finance costs	(141)	-0.7%	(120)	-0.6%	15%	
Profit before taxation	2,888		2,627		-9%	
Income tax	(855)		(872)		2%	
Net profit	2,038	9.5%	1,759	8.5%	-14%	NPM -1ppts YoY to 8.5%

資料來源: 公司數據, 新華滙富研究

核心品牌海底撈表現疲軟。期內海底撈營收186億元, 同比降9%, 佔總營收約90%。截至2025年6月30日, 全球門店總數1,363家, 較上年年末減少5家, 其中中國內地自營店1,299家, 港澳臺地區23家, 加盟店41家。翻台率呈現下滑態勢, 同比降低10%至日均3.8次。人均消費方面, 受港澳臺地區客單價提升4%的拉動, 整體人均消費同比增長1%達97.9元。同店銷售降幅進一步擴大, 從1H24的7.8%, 擴大至本季度10%。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	25,524	-1.2%	27.2%
中資企業指數	9,148	-1.1%	25.5%
紅籌指數	4,343	-1.0%	14.9%
滬深300指數	4,462	-0.4%	13.2%
上海A股	4,055	-0.4%	-3.7%
上海B股	257	-4.1%	-3.7%
深圳A股	2,553	0.2%	24.7%
深圳B股	1,323	-1.4%	9.1%

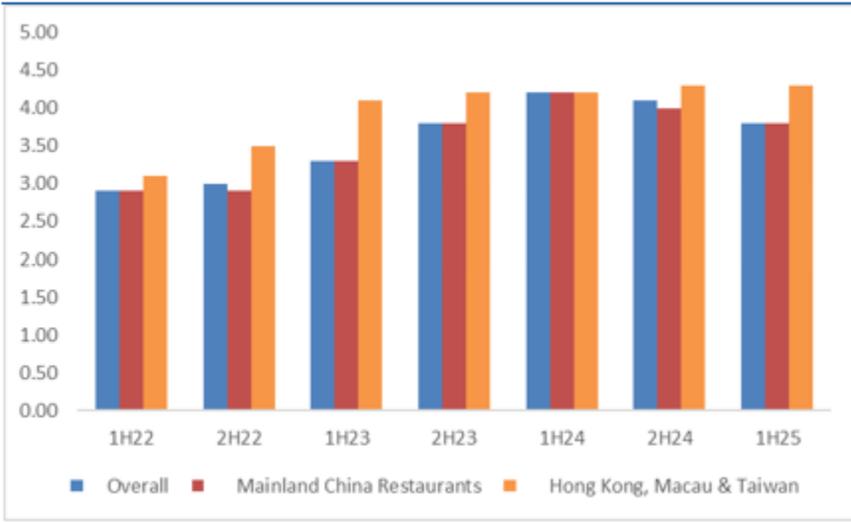
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	45,418	0.3%	6.8%
標普500	6,465	0.4%	9.9%
美國納斯達克指數	21,544	0.4%	11.6%
日經平均指數	42,431	0.1%	6.4%
英國富時指數	9,265	-0.6%	13.4%
法國證券公會指數	7,709	-1.7%	4.5%
德國法蘭克福指數	24,152	-0.5%	21.3%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	3,393	0.8%	29.3%
銅價 (美元/盎司)	2,132	-0.2%	19.4%
銀價 (美元/盎司)	38	0.1%	33.8%
原油 (美元/桶)	63	-2.4%	-11.6%
銅價 (美元/盎司)	9,837	1.2%	12.2%
鋁價 (美元/盎司)	2,638	2.1%	3.4%
鉛價 (美元/盎司)	1,355	0.7%	49.3%
錳價 (美元/盎司)	2,813	1.7%	-5.5%
小麥 (美分/蒲式耳)	509	0.5%	-7.6%
玉米 (美分/蒲式耳)	409	-0.7%	-7.7%
糖 (美分/磅)	N/A	N/A	N/A
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,049	0.2%	2.7%
PVC (美元/噸)	N/A	N/A	-10.1%
CRB 指數	298	-0.5%	3.0%
BDI			95.0%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	147.4	0.8	7.2
港元	0.1		0.1	18.9	10.3	0.9
歐羅	1.2	9.1		171.6	1.1	8.3
日元	0.0	5.3	0.6		0.5	0.0
瑞郎	1.2	9.7	1.1	183.5		8.9
人民幣	0.1	1.1	0.1	20.6	0.1	

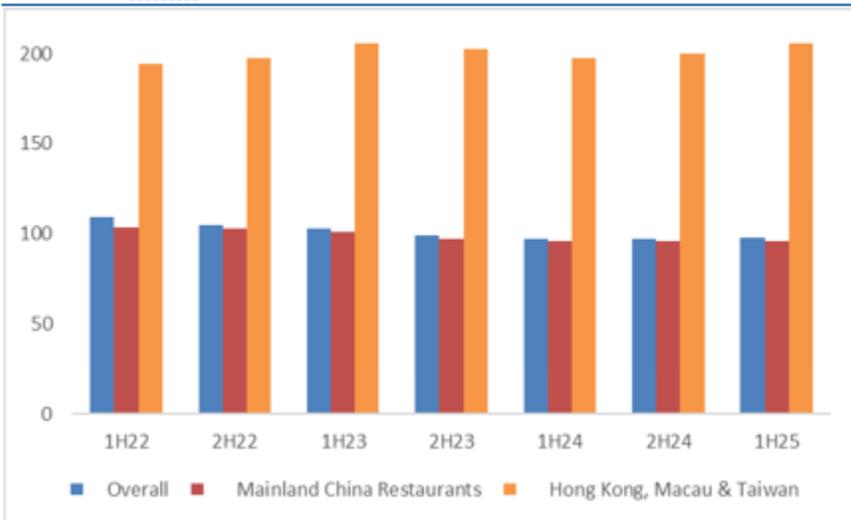
市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	14	-6.1%

圖 2：海底撈翻座率



資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 3：海底撈人均消費



資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 4：海底撈門店數量

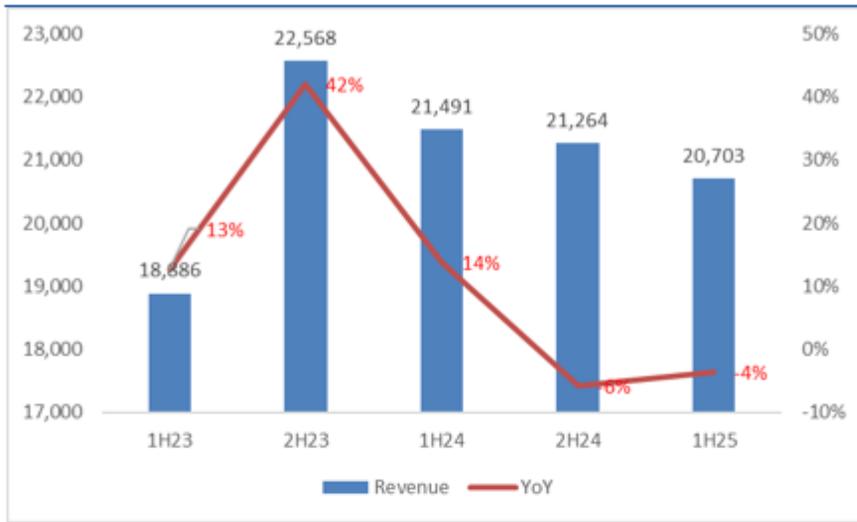


資料來源：公司數據，新華滙富研究

1H25亮點。1) 外賣業務快速擴張。外賣營收同比上升60%至9.28億元，主要由於中國外賣平臺價格戰刺激需求，其中「一人食套餐」佔該業務收入超55%。2) 多品牌佈局打造第二增長曲線。旗下擁有14個副品牌共126家門店。其中焰請烤肉鋪子70家，2025年上半年新開46家。副品牌營收同比增長2.3倍至5.97億元。公司計劃持續投入資源培育潛力品牌，強化多品牌協同效應。3) 探索新店型。截至2025年上半年末，海底撈已佈局30家夜宵門店，超50家門店供應鮮切及活鮮產品，未來將通過打造多種主題店鋪與差異化菜單突顯特色。

我們觀點：核心品牌海底撈因客流疲軟及火鍋市場競爭加劇承壓，雖副品牌（如焰請烤肉鋪子）表現強勁但規模尚不足抵消主品牌下滑。我們仍看好海底撈憑藉高端服務能力滿足社交餐飲需求，當前2025年預測市盈率為15倍。

圖 5：收入（百萬人民幣）及同比增長



資料來源：公司數據，新華滙富研究

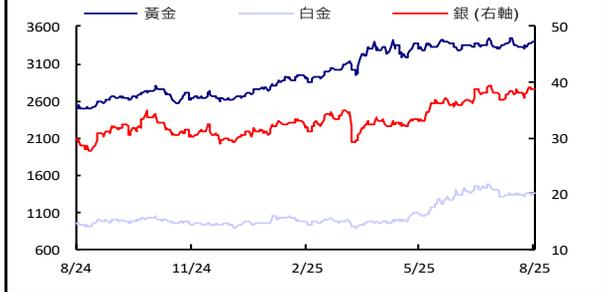
圖 6：淨利潤（百萬人民幣）及淨利率



資料來源：公司數據，新華滙富研究

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	3389	2.4	28.3	34.7
白金 (盎司)	1349	12	50.9	40.2
銀 (盎司)	39	7.7	32.0	28.8



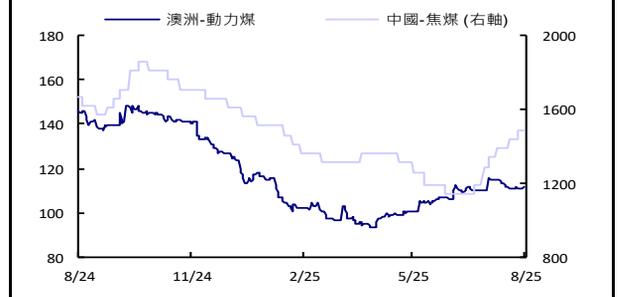
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	9837	(0.3)	12.2	4.1
鎳 (噸)	15285	0.5	(0.3)	(10.8)
錫 (噸)	34198	14	17.6	2.9



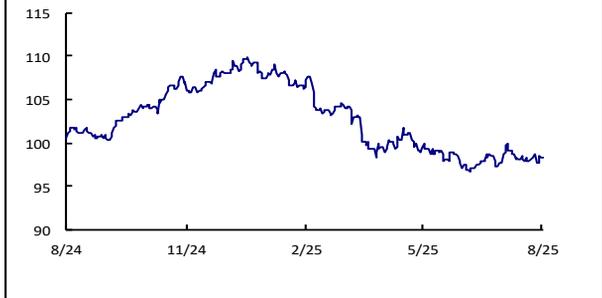
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	63.3	(2.9)	(11.8)	(16.3)
天然氣 (百萬英熱)	2.7	(21.4)	(25.2)	42.7



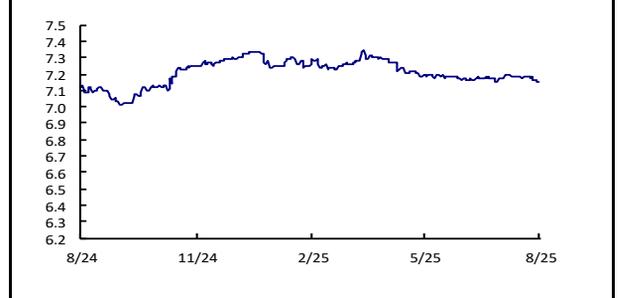
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1490.0	30.7	(7.5)	(10.8)
澳洲動力煤 (US\$/t)	1116	15	(10.9)	(23.6)



美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	98.2	14	(9.5)	(2.3)



人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	7.2	(0.2)	(2.0)	0.4



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	1.2	(1.2)	12.4	4.1
英鎊	1.3	(1.8)	7.7	1.7



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	147.4	2.3	(6.2)	2.4
韓圓	1393.6	3.0	(5.8)	4.7



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
耐久財訂單	月		25年8月26日
消費者信心指數	月		25年8月26日
首次申請失業保險金人數	週		25年8月28日
國內生產毛額	季		25年8月28日
批發庫存	月		25年8月29日
個人收入與支出	月		25年8月29日
採購經理人指數	月		25年9月2日
工廠訂單	月		25年9月3日
貿易收支	月		25年9月4日
就業報告	月		25年9月5日
生產者物價指數	月		25年9月10日
消費者物價指數	月		25年9月11日
商業庫存	月		25年9月16日
零售業銷售額	月		25年9月16日
工業生產指數	月		25年9月16日
新屋開工與營建許可	月		25年9月17日
成屋銷售量	月		25年9月23日
新屋銷售	月		25年9月24日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		25年8月31日
外匯儲備	季		25年9月7日
貿易收支	月		25年9月8日
M2貨幣供應量	月		25年9月9日
生產者物價指數	月		25年9月10日
消費者物價指數	月		25年9月10日
零售業銷售額	月		25年9月15日
工業生產報告	月		25年9月15日
國內生產毛額	年		25年10月20日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
M2貨幣供應量	月		25年8月29日
零售業銷售額	月		25年9月1日
採購經理人指數	月		25年9月3日
外匯儲備	月		25年9月5日
生產價格	季		25年9月15日
工業生產報告	季		25年9月15日
失業率報告	月		25年9月16日
消費者物價指數	月		25年9月22日
貿易收支	月		25年9月25日
國內生產毛額	季		25年10月31日
綜合利率	月		

滙富研究部

分析員

王學宏 (Howard Wong)
劉恩妍 (Ensley Liu)

電郵

Howard.wong@sunwahkingsway.com
Ensley.liu@sunwahkingsway.com

電話

(852)22837307
(852)22837618

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2025滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
廣州越秀區先烈中路69號
東山廣場2701室
郵編510095

越南
新華滙富越南服務有限公司代表處
Sunwah Tower, Mezzanine Floor
115 Nguyen Hue
District 1
Ho Chi Minh City
Vietnam