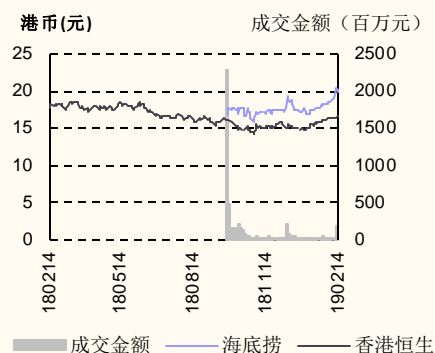


市价(港币): 19.820元  
目标(港币): 22.70-22.80元

## 市场数据(港币)

流通港股(百万股) 5,300.00  
总市值(百万元) 105,046.00  
年内股价最高最低(元) 20.500/15.880  
香港恒生指数 28432.05



股价表现(%) 3个月 6个月 12个月  
绝对 16.86  
相对香港恒生 6.04

## 相关报告

- 《一线城市客流量攀升, 新店扩张效益优良-《2018-11-06...》, 2018.11.6
- 《徜徉紫海, 捞起一片天下-海底捞》, 2018.9.19

唐川 分析师 SAC 执业编号: S1130517110001  
tangchuan@gjzq.com.cn

孙玮 联系人  
sunwei1@gjzq.com.cn

## “冷”启动引发“热”效应, 数据放大镜下的2H18运营分析

## 主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业额(百万)	10,637	17,682	29,225	40,764
同比增长	36.2%	66.2%	65.3%	39.5%
母公司股东溢利(百万)	1,028	1,650	2,766	3,838
同比增长	22.1%	45.5%	66.7%	38.8%
毛利率	59.5%	58.3%	58.2%	58.0%
净利润率	9.7%	9.3%	9.5%	9.4%
每股收益	0.21	0.31	0.52	0.72
每股经营现金流	0.29	0.41	0.83	1.14
市盈率(倍)	72.3x	49.8x	29.7x	21.4x
市净率(倍)	68.2x	9.1x	7.1x	5.6x

来源: 公司年报、国金证券研究所注: 货币单位是人民币

## 基本结论

- **门店增长符合预期。**根据国金研究创新中心监控的数据, 2018年底海底捞全国门店数为422家, 其中新开门店数为180家。考虑到海外门店以及少量尚未正式开业的门店, 我们认为海底捞2018年的新开门店数量将达到我们预测的200家目标。公司正加紧开拓低线城市的市场, 2018年新进入4个二线城市, 17个三线城市, 7个四线城市以及2个五线城市。
- **开店策略: “冷”启动, 引发“热”效应。**2018年海底捞超过50%的新店集中在冬季开业运营, 我们认为这符合火锅餐饮业态特点, 集中在旺季开业有助于迅速吸引人气, 缩短门店投入周期以及业绩的爬坡期。同时根据我们监测到的每日客流量数据, 海底捞冬季整体客流量约为夏季的四倍。
- **2H18翻台率整体表现符合预期, 但不同线城市之间存在结构性的差异。**一二线成熟门店表现依旧强势, 翻台率和客流量数据普遍高于新店; 三线及以下城市多数为新进入城市的首家门店, 门店地理位置通常处于核心商圈, 且叠加海底捞品牌效应, 开业即火爆, 新店整体翻台率不逊于成熟门店。
- **海底捞消费群画像: 学生群体贡献功不可没。**通过监测数据, 我们发现海底捞的客流量在6、7、8月并没有呈现出明显的波动。结合6月中、高考结束、7月高校生暑期开启, 我们认为学生是海底捞非常重要的客户群。同时这也与海底捞火锅底料线上销售用户画像高度吻合。
- **未来需要持续关注四个风险点。**1) 二线城市新店表现相较其他线城市最差, 值得重点关注; 2) 三线城市新店的强劲表现是否能够持续需要继续跟踪; 3) 部分城市的门店数开始接近理论上限, 运营表现出现分化; 4) 海外门店表现仍不稳定, 但欠缺足够的跟踪手段。

## 估值与投资建议

- 海底捞餐厅运营整体符合我们预期, 因此维持2018-20年EPS预测人民币0.31/0.52/0.72元。我们将DCF估值基准向前滚动一年, 以9.6%的WACC和2.5%的永续增长率得出公司12个月的目标价为港币22.77元, 相当于38x/27x的19/20年PE, 由于公司股价近期上涨, 下调评级至“增持”。

## 风险提示

- 1) 食品安全控制不力影响品牌声誉; 2) 主要供应商为关联方企业; 3) 原材料价格大幅波动影响净利润。

## 内容目录

一、海底捞 2018 年开店数量符合预期.....	3
二、海底捞 2018 年开店策略：“冷”启动，引发“热”效应.....	3
三、2H18 客流量是否达到预期？ .....	5
四、一个有趣的新发现 .....	6
4.1 学生是海底捞很重要的客户群.....	6
4.2 线下与线上用户画像高度吻合.....	7
五、需要注意的风险点 .....	8
5.1 新店运营质量比较：二线城市新店翻台率最低 .....	8
5.2 需密切跟踪三线及以下城市门店运营的持续性.....	8
5.3 部分城市门店密度接近理论天花板.....	9
5.4 海外门店运营存在监控盲点.....	10
六、估值与投资建议.....	10
七、风险提示 .....	11
附录：三张报表预测摘要.....	13

## 图表目录

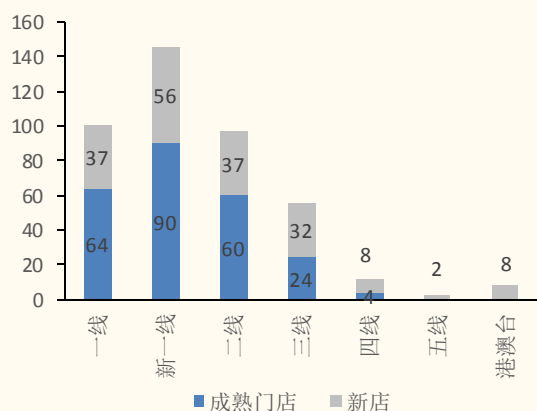
图表 1：2018 年新增门店总体符合预期.....	3
图表 2：海底捞在 2018 年加速下沉低线城市 .....	3
图表 3：海底捞门店开业时间集中在冬季.....	4
图表 4：海底捞门店客流量（经指数化处理） .....	4
图表 5：海底捞新进入城市名单.....	5
图表 6：2H18 门店翻台率测算 .....	5
图表 7：不同线城市的成熟门店和新店表现有差异.....	6
图表 8：成熟门店 2018 年 5-9 月客流量（指数化处理） .....	7
图表 9：新店 2018 年 5-9 月客流量（指数化处理） .....	7
图表 10：2018 年 8.20-8.26 客流量（指数化处理） .....	7
图表 11：2018 年 8.27-9.2 客流量（指数化处理） .....	7
图表 12：“海底捞”火锅底料的用户年龄结构.....	8
图表 13：冬季新店翻台率比较.....	8
图表 14：冬季老店翻台率比较.....	8
图表 15：不同线城市的成熟门店和新店比例.....	9
图表 16：银川三家门店的冬季客流量比较.....	10
图表 17：DCF 估值模型.....	10
图表 18：海底捞食品安全相关负面舆情统计.....	11
图表 19：原材料价格变动对净利润的敏感性分析（2017 年） .....	12

## 一、海底捞 2018 年开店数量符合预期

根据国金研究创新中心监控的数据，截至 2018 年底，海底捞全国可监测到的门店数为 422 家（含港澳台地区 8 家门店），其中新开门店数为 180 家。考虑到海外门店以及少量尚未正式开业的门店，我们认为海底捞 2018 年的新开门店数量将达到我们预测的 200 家目标。

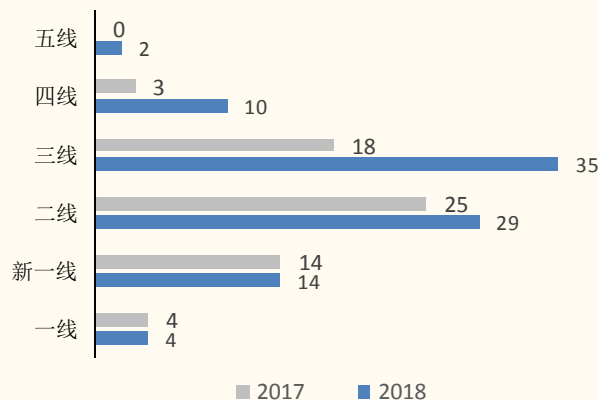
城市分布方面，新增门店主要开在二线城市（包括一些二线城市的县级市），同时不断下沉到三线及以下城市。相较 2017 年底，海底捞门店新进入 4 个二线城市，17 个三线城市，7 个四线城市以及 2 个五线城市。由此可以看出，海底捞正在加紧开拓低线城市的市场。

图表 1：2018 年新增门店总体符合预期



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

图表 2：海底捞在 2018 年加速下沉低线城市

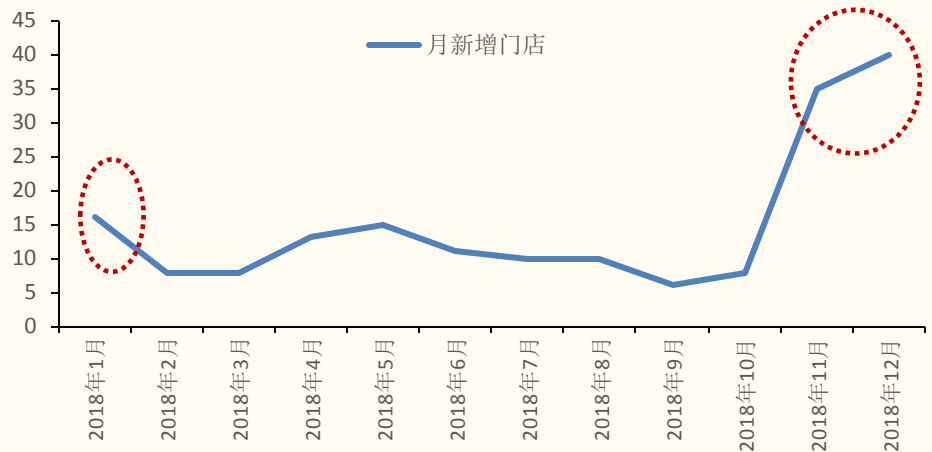


来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

## 二、海底捞 2018 年开店策略：“冷”启动，引发“热”效应

2018 年海底捞新增门店集中在下半年投入运营，市场部分观点认为海底捞开店略显仓促，从而认为营业时间短可能导致业绩不达预期。通过对每月新增门店数据的梳理，我们可以发现，海底捞 18 年新增门店主要集中在冬季开业，即年初的 1 月份和年尾的 11 和 12 月份，这三个月的新开店量合计超过全年的 50%。

图表 3：海底捞门店开业时间集中在冬季



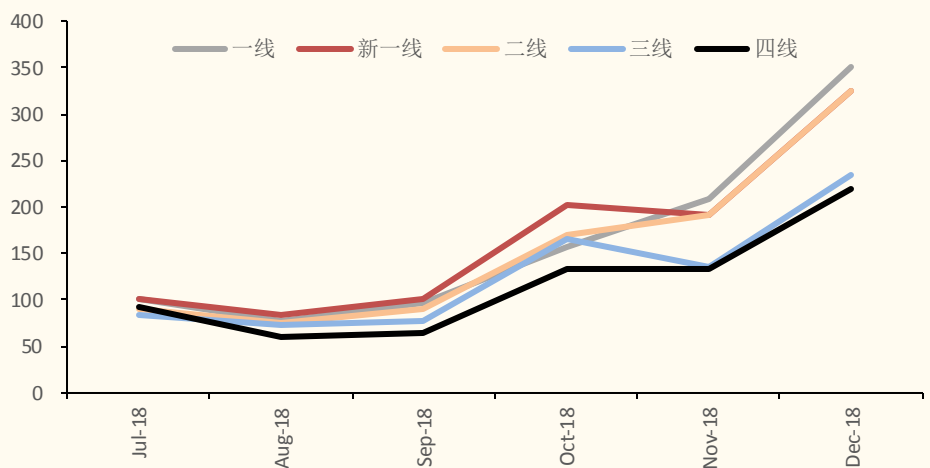
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

但我们认为，海底捞集中在冬季开店，尤其在年尾开店，恰恰是符合火锅餐饮业态特点，缩短门店投入周期的既定策略。

首先，从经营常识来看，火锅属于天气越冷消费频次越高的餐饮类型，集中在冬季开店，有助于新店运营初期快速爬坡，尽快收回新店投资的成本。

其次，我们通过自有数据监控了海底捞 18 年下半年老店日均流量，进一步证实了上述观点。数据清晰地显示：冬季里门店的客流量大约是夏季的四倍。因此海底捞集中在四季度密集开店，并非是仓促完成全年指标，而是充考虑了火锅餐饮的季节特性，进而做出的正确的开店策略。

图表 4：海底捞门店客流量（经指数化处理）



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

另外从门店新进入城市的选择上看，海底捞依旧避开川派火锅竞争激烈的川渝地区，主要在不怎么吃辣的区域开店，符合我们前期对其门店区域策略的预判。

图表 5：海底捞新进入城市名单

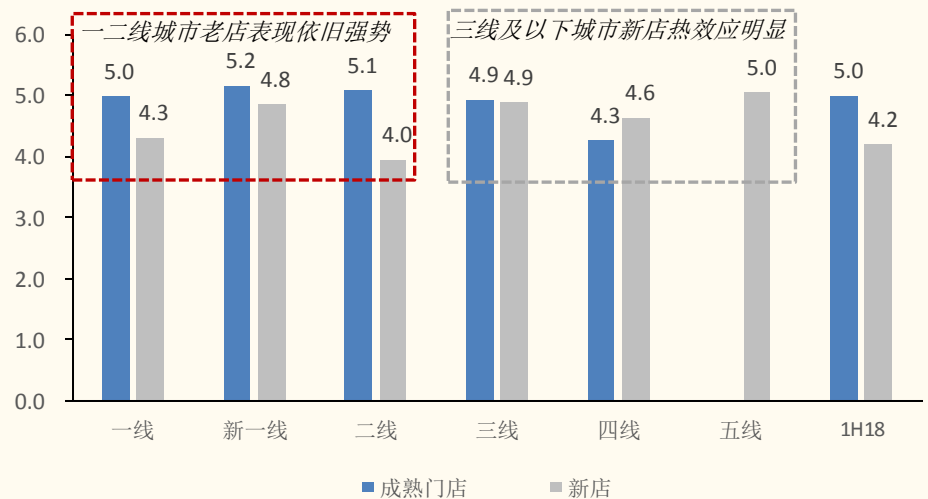
二线城市：	哈尔滨、金华、台州、温州
三线城市：	蚌埠、大理、桂林、衡阳、湖州、淮安、连云港、临沂、柳州、龙岩、洛阳、马鞍山、莆田、秦皇岛、岳阳、湛江、株洲
四线城市：	开封、聊城、日照、德州、宿迁、宜春
五线城市：	延安、淮北

来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

### 三、2H18 客流量是否达到预期？

在最核心的翻台率指标上，我们认为 2H18 年整体表现符合预期。但不同线城市之间存在结构性的差异。具体而言，在一二线城市，老店表现持续强势，不受新店展业的影响。在三线及以下城市，主要新增流量均由新店贡献。

图表 6：2H18 门店翻台率测算

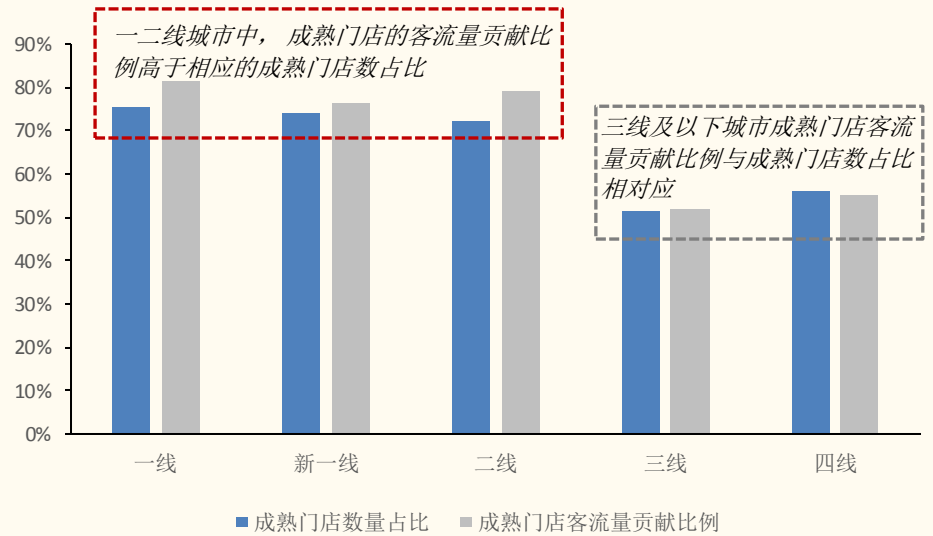


来源：国金证券研究创新中心，公司公告，造数科技、国金证券研究所

1) 一、二线城市新增门店主要是在现有门店的网络上增加密度，其开店主要有两层逻辑：一是在尚未覆盖的商圈开店以吸引新的客流量；二是为了承接现有门店溢出的流量，以缓解排队时间过长现象、提升消费者用餐体验。

从实际客流量数据来看，一二线城市老店的表现依旧强势。我们的数据监测显示：一二线门店加总的客流量中，成熟门店的客流量贡献比例要高于门店总数中成熟门店数的占比。这表明 1) 新店因为所处的商圈较新，拓展客流量的边际增速有所降低；2) 虽然理论上消费者去新店就餐可大幅减少排队等候时间，但主观上部分消费者由于受个人习惯、消费惯性、信息滞后等因素影响，出现仍然前往老店消费的行为。也就是说实际门店客流量并非按照门店理论预测模型那样按常住人口数均匀分派的。如果新店在一定时间的爬坡之后，能够顺利拓展新顾客人群或承接老店无法及时安排就餐的客流量，即新店客流量贡献比例上升，那么我们认为新店的翻台率还存在向上的空间。

图表 7：不同线城市的成熟门店和新店表现有差异



来源：国金证券研究创新中心、国金证券研究所

2) 与一二线门店情况不同，三线及以下城市新增门店多数是新进入城市的首家门店，且新店所处的地段通常是当地的核心商圈或者新地标，新店以吸引新客流为主，从而在数据上呈现为新店门店数占比与新店客流量贡献比例相对应。

另外得益于海底捞的品牌影响力，三四线新店并不存在明显的爬坡期，通常开业即受消费者追捧。从而在数据上直观地表现为新店翻台率与成熟门店持平，或者高于成熟门店。甚至三线及以下城市部分新店的翻台率接近一线城市成熟门店的指标。

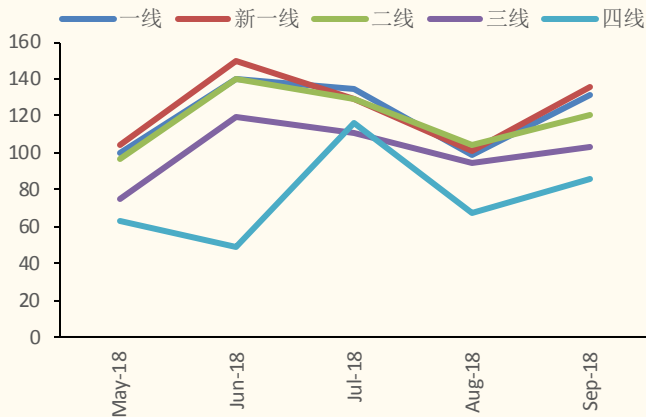
需要指出的是，以上客流量监测数据和翻台率是基于国金研究创新中心的自有数据以及模型假设所得，并非海底捞官方公布数据，因此与实际运营情况会存在一定幅度的偏差，仅作为趋势的参考。

## 四、一个有趣的新发现

### 4.1 学生是海底捞很重要的客户群

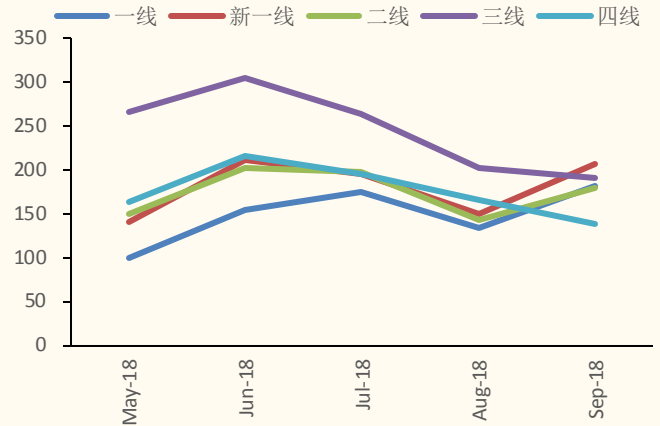
火锅的消费整体呈天气越冷越火热的趋势，因此理论上夏季是火锅餐饮消费的淡季。然而我们通过实际的监控数据发现，海底捞门店在夏季也有较为稳定的表现，6、7、8月份的客流量并没有出现很明显的低谷。考虑到六月份中学生中、高考结束，七月份高校生暑假开启，而火锅聚会属性强，可作为学生假期社交聚会的重要场所，所以我们认为学生群体是影响海底捞门店客流量的重要因素。

图表 8：成熟门店 2018 年 5-9 月客流量（指数化处理）



来源：造数科技、国金证券研究所

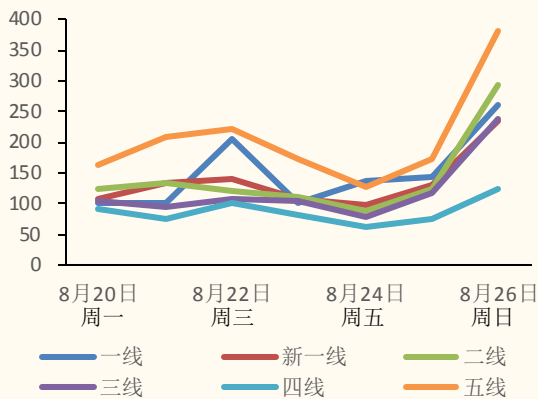
图表 9：新店 2018 年 5-9 月客流量（指数化处理）



来源：造数科技、国金证券研究所

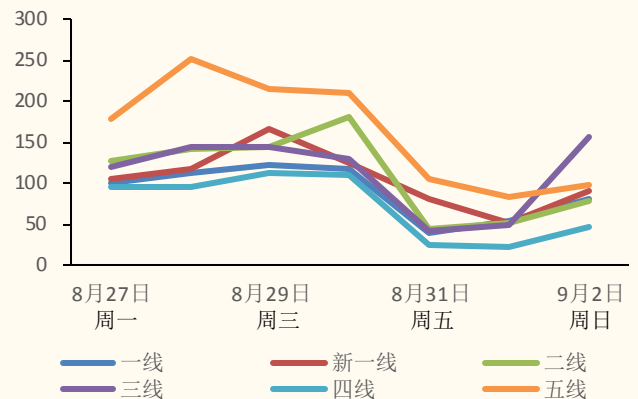
为了进一步验证上述观点，我们切割了 2018 年 8 月 20 日至 9 月 2 日两周的客流量数据进行分析。正常情况下一周客流量应如图 10 所示，呈现工作日低，周末高的趋势。但是由于 9 月 1 号是全国大部分学校正常开学报道的日子，因此 8 月 27 日至 9 月 2 日这周流量走势出现异常，在正常的周末流量高峰时间段，海底捞全国门店的客流量反而低于工作日。所以综合来看，我们认为学生是海底捞非常重要的客户群体。

图表 10：2018 年 8.20-8.26 客流量（指数化处理）



来源：造数科技、国金证券研究所

图表 11：2018 年 8.27-9.2 客流量（指数化处理）

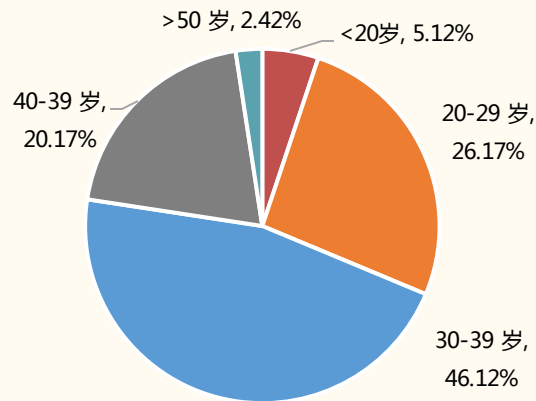


来源：造数科技、国金证券研究所

#### 4.2 线下与线上用户画像高度吻合

线下海底捞门店深受年轻消费群体喜爱，这也与我们监测到的海底捞电商渠道用户画像高度吻合。我们通过自有数据挖掘了线上“海底捞”火锅底料的销售数据和用户结构，结果显示 39 岁以下人群的整体比例接近八成。我们认为海底捞在年轻消费群体中的热度有效地促进了海底捞品牌的二次传播，不仅对餐饮门店翻台率还是对品牌零售都有积极的影响。

图表 12：“海底捞”火锅底料的用户年龄结构



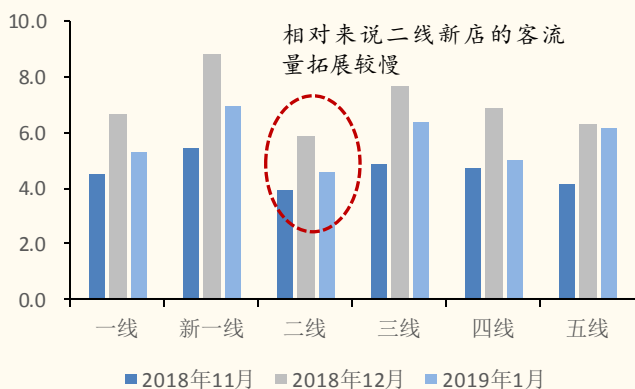
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

## 五、需要注意的风险点

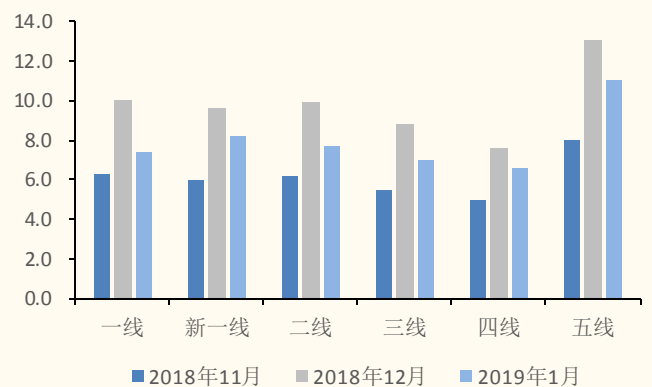
### 5.1 新店运营质量比较：二线城市新店翻台率最低

我们选取了2018年11、12月以及2019年1月的客流量数据，在同一模型算法下计算了新店的翻台率。虽然冬天的翻台率整体都处于高位，但横向比较发现二线城市新店的平均翻台率最低。考虑到二线城市仅新增了4个，而二线城市新店相应增加了37个，即绝大多数门店是在城市现有门店网络的基础上增加，而在相应时间段成熟门店的翻台率并未下降。我们认为一个可能的原因是，二线城市新店所处的商圈相较于一线、新一线城市培育成熟时间花费更长，因此新店翻台率的爬坡期更长。

图表 13：冬季新店翻台率比较



图表 14：冬季老店翻台率比较



来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

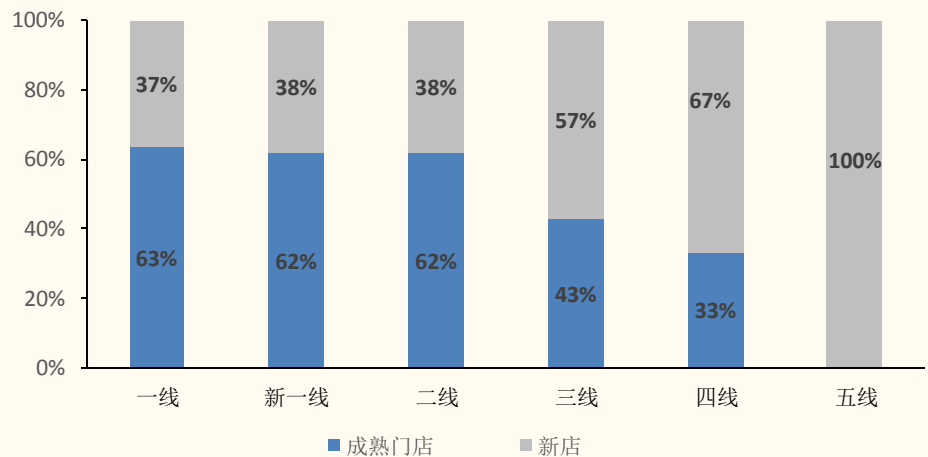
### 5.2 需密切跟踪三线及以下城市门店运营的持续性

相比而言，三线及以下城市的新店多数为新进入城市门店，运营初期消费者尝鲜属性驱动大于餐饮消费习惯驱动，且叠加冬季开店较多这个季节性因素，新店生意火爆并没有很明显的爬坡期，同时在翻台率上，新店表现并不逊于成



熟门店。但是我们担心在消费者的尝鲜热过去后，门店的翻台率是否依然能维持高位，这个需要更长时间跨度的数据跟踪。不过整体而言，三四线城市的员工成本、租金成本更低，且海底捞更多承担“吸引客流”的角色而非“蹭流量”，因此成本端的压力会轻很多，所以我们认为三四线门店的盈利表现依然值得期待。

图表 15：不同线城市的成熟门店和新店比例



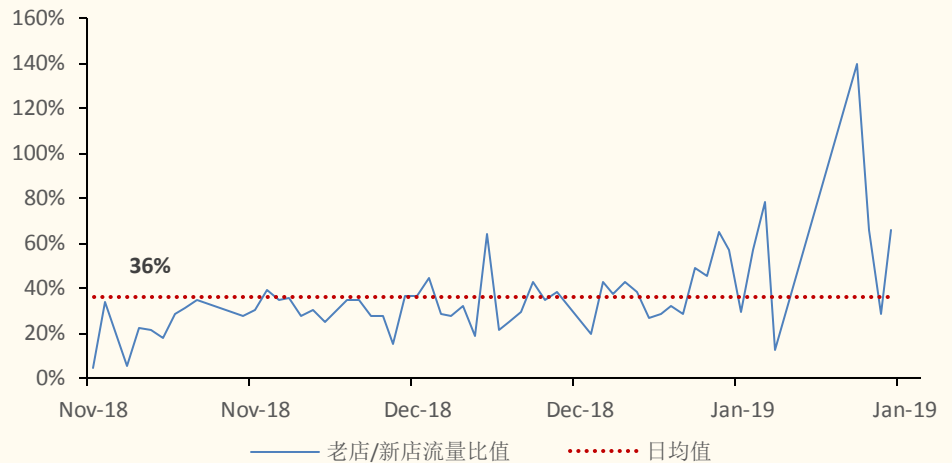
来源：国金证券研究创新中心，国金证券研究所

### 5.3 部分城市门店密度接近理论天花板

我们之前提出的门店模型测算了海底捞不同线城市门店数目的天花板。最新的城市门店数分布总体与我们的预期一致，但也有郑州、银川、长沙的门店数分别超出我们的测算值 5 家/3 家/2 家。

我们通过自有数据监控了银川 3 家门店（两家老店，一家新店）2018 年 11 月、12 月以及 2019 年 1 月的客流数据，其中老店的客流量日均值约为新店的三分之一。如果我们的数据与实际情况基本符合，那么意味着银川的门店运营存在两种可能，1) 门店超出理论天花板太多，新店大幅抢占了老店的客流量；2) 老店的培育不如预期，存在关店的可能。

图表 16: 银川三家门店的冬季客流量比较



来源: 国金证券研究创新中心, 国金证券研究所

#### 5.4 海外门店运营存在监控盲点

我们主要分析了大陆门店 2018 年的运营情况, 没有涵盖海外以及港澳台地区的门店。海底捞在大陆以外地区的开店速度也很迅猛。根据海底捞官网最新的数字, 国际店铺达到 34 家。由于 2018 年上半年海外门店的翻台率指标有所下滑, 我们担心海外门店运营情况存在不稳定性, 但我们还缺乏足够的数

## 六、估值与投资建议

我们采用 DCF 估值法, 以 9.6% 的 WACC 和 2.5% 的永续增长率为主要假设。由于最新的开店进展和运营表现整体符合我们预期, 因此维持 18-20 年的财务预测不变, EPS 分别为人民币 0.31/0.52/0.72 元。我们将 DCF 估值基准向前滚动一年, 得出公司 12 个月的目标价为港币 22.77 元, 相当于 38x/27x19 年/20 年 PE。由于公司近期股价上涨幅度较大, 我们将评级下调为“增持”。

图表 17: DCF 估值模型

(人民币百万)	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
息税前利润	3,808	5,277	6,300	7,043	7,718	8,221	9,629	10,911	11,407	11,290	11,821
加: 折旧与摊销	1,107	1,445	1,644	1,773	1,863	1,925	989	230	230	230	230
减: 所得税	990	1,372	1,638	1,831	2,007	2,137	2,504	2,837	2,966	2,935	3,073
减: 资本支出	2,877	1,719	992	753	475	374	310	310	310	310	310
减: 运营资本的变化	(534)	(739)	(581)	(479)	(621)	(390)	(632)	(910)	(442)	(309)	(406)
去杠杆后自由现金流	1,582	4,369	5,895	6,710	7,720	8,024	8,437	8,904	8,803	8,584	9,074
终值											131,311
贴现现金流	1,582	3,986	4,907	5,095	5,347	5,070	4,864	4,683	4,223	3,757	3,623
预测期现值											45,555
终值的现值											52,433

企业价值	97,987
减：净负债与少数股东权益	7,090
归属股东的权益贴现值	105,077
总股本	5,300
归属股东每股权益价值（人民币/股）	19.83
港币/人民币汇率	0.87
归属股东每股权益价值（港元/股）	22.77

WACC 假设			
无风险利率	3.5%	税前债务成本	5.0%
风险溢价	6.5%	税率	25.0%
Bet	110.0%	税后债务成本	3.8%
权益成本	10.7%	目标负债率	15.0%
永续成长率	2.5%	WACC	9.6%

来源：国金证券研究所

## 七、风险提示

1) 食品安全。对于所有的餐饮企业，食品安全都是主要的风险之一。海底捞所在的火锅行业，食用方式以短时间的煮涮为主，对于食材的品质和新鲜度的要求更高，面临的风险也越大。我们通过语义分析技术对海底捞顾客的舆情做了提取分析，可以看出与食品安全相关的负面点评在绝对数上呈现增长趋势。但是由于海底捞每年新增店面数和客流量近年来同步快速上升，2015-2017 年整体的负面舆情占比均不超过 0.15%。尽管海底捞一直重视食品安全并有完善的应对流程，一旦有较大规模的食安黑天鹅事件，对于公司的品牌和经营业绩均可能产生明显的冲击。

图表 18：海底捞食品安全相关负面舆情统计

	不卫生	不新鲜	不舒服	呕吐	地沟油	异物	老鼠	腹泻	虫子	食物中毒
2010	2	3	11	0	1	1	0	4	1	0
2011	2	12	25	1	11	0	2	15	8	0
2012	8	16	31	0	5	2	0	11	5	0
2013	17	17	58	0	5	2	3	42	19	2
2014	10	27	54	0	3	3	2	53	15	2
2015	19	33	63	2	6	2	1	85	14	2
2016	21	44	111	2	4	6	1	147	31	1
2017	34	37	132	4	3	5	39	168	20	3
2018 YTD	14	31	85	1	0	2	9	136	10	0

来源：国金证券研究创新中心，造数科技，国金证券研究所

2) 主要供应商为关联方。供应链的标准化是海底捞规模化、连锁化运营的重要支撑。由于国内缺乏大规模的有体系的餐饮供应链企业，海底捞近年在母公司层面设立了一系列供应链企业，主要服务于海底捞的业务拓展。蜀海集团、颐海国际（1579 HK）、扎鲁特旗海底捞、蜀韵东方和微海咨询等关联企业在 2017 年合计采购金额达 50.0 亿元，占公司总采购成本的 81.7%。尽管这样的关联供应链结构可以提升效率降低成本，但也隐含着转移定价等潜在风险。

3) 原材料成本大幅波动。原材料及耗材是公司业务最大的成本项，过去三年占比 40-45%。从图表 19 的敏感性分析可以看出，原材料价格上涨 5% 将影响 2017 年净利润 1.6 亿元，占比达 15.9%。考虑到公司原材料多为肉制品、水果鲜蔬等农产品，价格较为波动，因此对公司的利润影响也会较为显著。

**图表 19：原材料价格变动对净利润的敏感性分析 (2017 年)**

原材料价格波动比例	+20%	+15%	+10%	+5%	-5%	-10%	-15%	-20%
原材料成本变动	863	647	431	216	-216	-431	-647	-863
年度净利润变动	-650	-488	-325	-163	163	325	488	650

来源：公司招股书，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

综合财务状况表					综合收益表				
单位:百万					单位:百万				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>1,462</b>	<b>7,036</b>	<b>9,115</b>	<b>13,657</b>	<b>营业额</b>	<b>10,637</b>	<b>17,682</b>	<b>29,225</b>	<b>40,764</b>
现金及现金等价物	330	5,918	7,309	11,299	销售成本	(4,313)	(7,373)	(12,216)	(17,121)
交易用投资	79	15	15	15	<b>毛利</b>	<b>6,324</b>	<b>10,309</b>	<b>17,009</b>	<b>23,643</b>
应收款项	498	630	1,041	1,340	销售、一般性和行政开支	(4,808)	(8,159)	(13,469)	(18,728)
其他应收款	460	48	80	112	研究发展费用	-	-	-	-
存货	95	424	669	891	其他营业收入	113	174	268	362
<b>非流动资产</b>	<b>2,274</b>	<b>4,218</b>	<b>5,929</b>	<b>6,147</b>	<b>EBITDA</b>	<b>1,989</b>	<b>3,021</b>	<b>4,915</b>	<b>6,721</b>
可供出售投资	-	15	15	15	折旧和摊销	(360)	(697)	(1,107)	(1,445)
联营和共同控制实体的投资	4	10	16	22	<b>EBIT</b>	<b>1,629</b>	<b>2,324</b>	<b>3,808</b>	<b>5,277</b>
投资物业	-	-	-	-	融资收入净额	(5)	34	99	149
固定资产	2,085	3,916	5,537	5,692	分占联营和共同控制实体的溢利	0	6	6	6
在建工程	53	72	86	104	<b>除所得税前溢利</b>	<b>1,625</b>	<b>2,364</b>	<b>3,913</b>	<b>5,431</b>
土地使用权	121	171	231	271	所得税开支	(431)	(626)	(1,017)	(1,412)
无形资产	11	34	44	43	<b>除所得税后溢利</b>	<b>1,194</b>	<b>1,737</b>	<b>2,896</b>	<b>4,019</b>
<b>总资产</b>	<b>3,736</b>	<b>11,254</b>	<b>15,044</b>	<b>19,804</b>	非控制性股东应占溢利	(166)	(87)	(130)	(181)
<b>流动负债</b>	<b>2,618</b>	<b>2,077</b>	<b>3,299</b>	<b>4,590</b>	股息	-	330	553	768
短期借款	348	-	-	-	<b>母公司股东应占溢利</b>	<b>1,028</b>	<b>1,650</b>	<b>2,766</b>	<b>3,838</b>
应付款项	1,882	1,111	1,908	2,767	<b>EPS</b>	<b>0.21</b>	<b>0.31</b>	<b>0.52</b>	<b>0.72</b>
预收账款	-	-	-	-	<b>主要财务比率</b>				
其他	388	966	1,391	1,823	<b>会计年度</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
<b>非流动负债</b>	<b>27</b>	<b>19</b>	<b>21</b>	<b>23</b>	<b>成长性</b>				
长期借款	9	-	-	-	营业额增长率	36.2%	66.2%	65.3%	39.5%
其他	17	19	21	23	EBIT 增长率	20.6%	42.6%	63.9%	38.6%
<b>负债合计</b>	<b>2,645</b>	<b>2,096</b>	<b>3,319</b>	<b>4,613</b>	净利润增长率	22.1%	45.5%	66.7%	38.8%
股本	0	0	0	0	<b>盈利能力</b>				
储备	1,089	9,069	11,505	14,790	EBIT/营业额	15.3%	13.1%	13.0%	12.9%
保留溢利	1,089	2,739	5,175	8,460	EBITDA/营业额	18.7%	17.1%	16.8%	16.5%
非控制性股东权益	2	89	219	400	毛利率	59.5%	58.3%	58.2%	58.0%
<b>总权益</b>	<b>1,091</b>	<b>9,158</b>	<b>11,724</b>	<b>15,190</b>	净利率	9.7%	9.3%	9.5%	9.4%
<b>总负债和总权益</b>	<b>3,736</b>	<b>11,254</b>	<b>15,044</b>	<b>19,804</b>	ROE	108.7%	32.5%	26.9%	29.2%
<b>综合现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
单位:百万					资产负比率				
<b>会计年度</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	流动比率	0.56	3.39	2.76	2.98
除所得税后溢利	1,157	1,737	2,896	4,019	速动比率	0.52	3.18	2.56	2.78
折旧和摊销	360	697	1,107	1,445	<b>营运能力</b>				
利息费用	5	(34)	(99)	(149)	资产周转率	3.3x	2.4x	2.2x	2.3x
营运资本的变动	(110)	(198)	534	739	应收帐款周转率	11.3x	26.1x	26.1x	28.1x
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1,400</b>	<b>2,166</b>	<b>4,401</b>	<b>6,018</b>	应付帐款周转率	2.3x	6.6x	6.4x	6.2x
资本性支出	(1,243)	(2,681)	(2,877)	(1,719)	存货周转率	45.3x	17.4x	18.3x	19.2x
投资、贷款于联营和共同控制实体	(4)	-	-	-	<b>每股资料</b>				
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>(1,565)</b>	<b>(2,502)</b>	<b>(2,680)</b>	<b>(1,475)</b>	每股收益	0.21	0.31	0.52	0.72
借款变动	(221)	(357)	-	-	每股经营现金流	0.29	0.41	0.83	1.14
发行股份	0	6,330	-	-	每股净资产	0.23	1.71	2.17	2.79
支付的股利和利息	(9)	(3)	(330)	(553)	<b>估值比率(倍)</b>				
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>105</b>	<b>5,970</b>	<b>(330)</b>	<b>(553)</b>	PE	72.3x	49.8x	29.7x	21.4x
现金净变动	(60)	5,633	1,391	3,990	PB	68.2x	9.1x	7.1x	5.6x
现金的期初余额	407	282	5,915	7,306	EV/EBITDA	41.3x	27.2x	16.7x	12.2x
<b>现金的期末余额</b>	<b>282</b>	<b>5,915</b>	<b>7,306</b>	<b>11,296</b>					

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH