

# 海底捞 (06862.HK)

优于大市

## 2025年主品牌同店经营与开店数有望双改善，烤肉品牌确认加速发展

### ◆ 公司研究 · 公司快评

### ◆ 社会服务 · 酒店餐饮

### ◆ 投资评级：优于大市(维持)

证券分析师：	曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	执证编码：S0980511040003
证券分析师：	钟潇	0755-82132098	zhongxiaoyao@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100003
证券分析师：	张鲁	010-88005377	zhanglu5@guosen.com.cn	执证编码：S0980521120002

## 事项

### 国信社服观点

1) **经营回顾：从啄木鸟到红石榴，餐饮龙头不停迭代创新。**海底捞于1994年在四川简阳创立，秉持“服务至上、顾客至上”的理念，系火锅乃至中餐赛道的绝对龙头。2021年疫情反复，门店快速扩张致同店分流与服务质量下降，海底捞曾阶段遭遇经营危机，2021年公司归母净利润亏损为41.6亿元（门店减值损失超36.5亿元）。为应对危机2021年11月海底捞推出“啄木鸟计划”提升经营效能，2022年归母净利润16.38亿元顺利扭亏。经营改善下公司启动“硬骨头”计划，即考虑重新开业前期部分啄木鸟计划关停的门店，2023-2024年公司持续展现出逆行业周期的高水准，2023全年实现收入414.5亿元，实现归母净利润44.99亿元，创上市以来新高。2024年中报时，海底捞宣布了旨在鼓励孵化和发展更多的餐饮新品牌的“红石榴计划”，在外部宏观稳步复苏的现状下，未来将投入更多资源新品牌孵化上。

2) **成长展望：**1) **同店经营改善：翻台率维持稳健+客单价回暖。**从2024年9月开始，公司折扣派发更为精准，客单价环比有所提升，12月初海底捞客单价已回升至约100元，呈现持续回暖态势。2024中报时公司整体翻台已达4.2次，虽距离2019年的4.8次仍有差距，但考虑到目前门店接近1400家、较2019年门店数已翻倍，中性预期下我们预计翻台率同比维持稳定。2) **火锅门店扩张：2025年预计净增高个位数门店占比，加盟边际助力。**2021年啄木鸟计划计划曾提及，翻台率回到4.0次/天前原则上不开新店，2024年中期翻台率已回升至4.2次，公司已具备重启规模开店的基础。而从实际跟踪看，海底捞在门店扩张上也变得更为积极，2024下半年公司拓店速度将边际加快（纯新开40-50家），2025年我们预计实现净增高个位数占比门店。加盟模式成熟后预计也会贡献额外增量。3) **新品牌孵化：“红石榴计划”加持，烤肉品牌领衔。**焰请烤肉铺子是公司“红石榴计划”计划的重点项目之一。焰请烤肉铺子首店于2023年年底开张，主营融合烤肉品类（即融合中日韩等多国烤肉风格及食材的品类），在运营模型与用户画像上与火锅主业存在较强协同；截至11月底，焰请烤肉铺子在全国拥有12家门店，我们预计2025-2026年门店数有望达到100/200家，据我们测算焰请烤肉单店模型测算年营收约1000万元，净利润率12-14%。

3) **风险提示：**翻台率恢复不及预期、门店扩张低于预期、客单价下滑、竞争加剧、新品牌孵化失败。

4) **投资建议：**2023-2024年公司向市场证明了自身的弱市环境下领先的运营调节能力，展望2025年客单价回暖、翻台稳健表现下同店有望重回增长通道，且“红石榴计划”赋能下新品牌焰请烤肉铺子扩张有望提速，供应链与门店人工协同下盈利能力有保障。在相对中性的同店增长和审慎开店展望下，维持2024-2026年归母净利润为46.2/51.2/56.2亿元，对应增速为3%/11%/10%，动态PE为19/17/15x。乐观假设下翻台率与客单价均稳中有升且烤肉品牌增速更快，预计2025-2026年归母净利润为58.3/71.6亿元，对应增速为3%/26%/23%，动态PE为15/12x，参考下文海底捞历史估值复盘（成长期PE估值能达到60-80x），目前海底捞处于同店与新品牌经营拐点期，我们看好经营逻辑扭转后公司戴维斯双击的发展前景，维持公司“优于大市”评级，继续保持推荐。

## 评论：

### ◆ 经营回顾：啄木鸟计划巩固经营根基，红石榴计划发力新品牌孵化

海底捞系国内火锅餐饮绝对龙头。海底捞于1994年在四川简阳创立，始终秉持“服务至上、顾客至上”的理念，品牌创立至今正值30年。2015-2023年，营收CAGR约28.0%，归母净利润CAGR约42.0%，2023全年实现收入414.5亿元，实现归母净利润44.99亿元，创上市以来新高，2024H1，公司实现营收214.91亿元/+14%，核心经营利润27.99亿元/+13.0%，收入利润维持强劲表现，截至2024年中期，总门店数共计1343家，从收入、利润以及门店体量看，海底捞均为火锅乃至中餐赛道的绝对龙头。

图1：上市至今海底捞大事记



资料来源：公司公告，公开业绩发布会，国信证券经济研究所整理

2021 年内外经营交困，推出“啄木鸟计划”。2021 年外部疫情反复，内部快速扩张导致同店分流与服务质量下降，海底捞曾阶段遭遇经营危机，2021 年，海底捞收入为 411.1 亿元，同增 43.7%；股东应占亏损为 41.6 亿元，其中由于 2021 年闭店计划处置长期资产的一次性损失、减值损失，以及管理层采取审慎态度计提的减值损失超过 36.5 亿元，其后公司进入战略调整期。在 2021 年 11 月，海底捞推出“啄木鸟计划”，采取关停部分门店、推进和打磨门店管理体系、重建和加强职能部门以及强调企业文化、完善员工培训等举措。2021 年全年，海底捞新开业 421 家餐厅，关闭 276 家餐厅，其中 16 家因租约到期等原因关闭。

2022 年降本增效成绩斐然，“硬骨头计划”释放积极信号。2022 年，公司实现收入 310.39 亿元/-20.6%，归母净利润 16.38 亿元/扭亏+150.4%；若剔除 2022 年票据收益(3.29 亿元)及 2021 年关店一次性减值(30.93 亿元)，利润扭亏约+197.7%。其中 2022H2，收入 158.30 亿元/-20.0%，归母净利润 15.41 亿元，同比扭亏增 143.1%。2022 年 6 月以来经营数据环比好转，集团择机启动“硬骨头”计划，即考虑重新开业前期中部分啄木鸟计划关停的门店，2022 财年，公司新开 24 家、硬骨头计划复开 48 家餐厅，关店 50 家。

海底捞盈利的大幅改善，核心在于内部组织架构变革正在起效果，改革重点在于“提升门店盈利能力”，一方面提升员工的薪酬结构（“高底薪+分红”模式改为“低底薪+高分红”），从根源上调动起了店长对存量店的经营积极性。另一方面，对于单店模型降本，优化单店员工数+引入灵活用工。据 2023 年报数据，目前单店员工量 80-100 人，较巅峰期（100-120 人/店，为开店进行人员超储）大幅简化。此外，公司在 2022 下半年也引入灵活用工模式（按翻台率配置门店人手），增加外包员工的引入，组合拳以应对疫情下

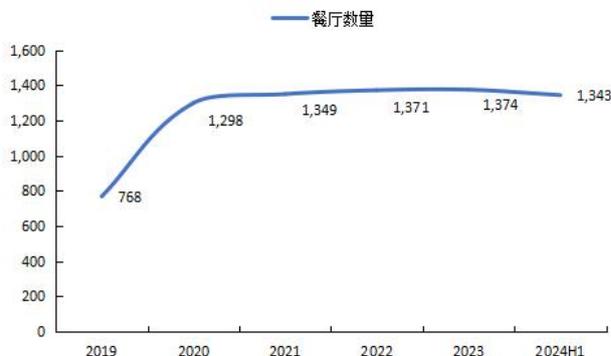
成本上行压力。

图2: 海底捞收入/归母净利润表现



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 海底捞餐厅数据



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

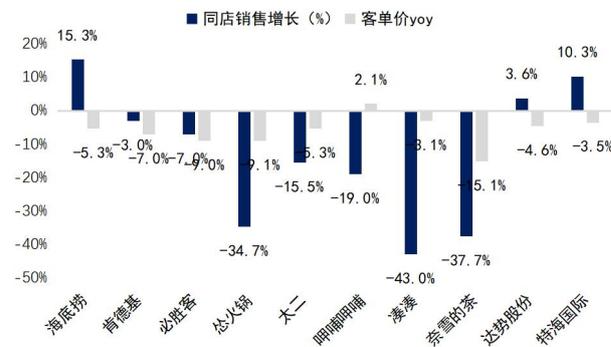
**2023-2024 年公司经营展现出逆行业周期的高水准。**2023 年下半年以来，餐饮行业复苏逐渐呈现出一定压力，据我们对火锅赛道的跟踪数据，部分火锅品牌如湊湊、怂火锅 2023H2 同店销售普遍同比仅恢复至 2022 年的 80-90%，但就海底捞品牌而言，配合公司性价比定位以及品牌营销出圈，**翻台率同比恢复已经超出 2022 年同期的 20-100%，展现出极强的逆行业周期的高景气度。**在翻台率强势复苏下，海底捞 2023 全年实现收入 416.22 亿元、归母净利润 44.99 亿元，均创下上市以来新高。2024 年以来延续优异表现，2024H1 实现营收 214.91 亿元/+14%，核心经营利润 27.99 亿元/+13.0%，收入利润继续维持强劲表现。

图4: 海底捞 2024 年整体翻台率同比恢复度数据



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 2024H1 连锁餐饮品牌同店销售及客单价变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**火锅主业稳健扩张，“红石榴计划”加码副牌孵化。**考虑外部宏观经济环境，2024H1 火锅主业经营策略仍相对谨慎，但继此前“啄木鸟计划”和“硬骨头计划”后，海底捞宣布了旨在鼓励孵化和发展更多的餐饮新品牌，推动餐饮服务创新的“红石榴计划”，由高管团队组成“运营五虎将”，从创业机制、产品创新、供应链保障、运营协同、营销支持五大领域聚焦创新创业项目和公司整体发展。2024H1 集团有 5 个在创新创业项目，包括焰请烤肉铺子、小嗨火锅（原嗨捞火锅）等。2024 年 8 月新开“小嗨爱炸”炸鸡品牌，目前看焰请烤肉铺子有望率先跑出。

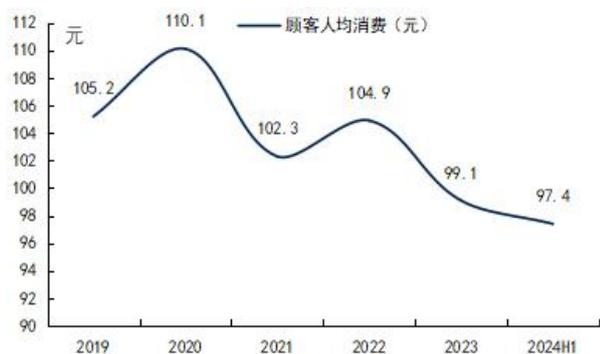
综上所述，海底捞作为中式餐饮行业的绝对龙头，依托“啄木鸟计划”、“硬骨头计划”的战略调整，公司顺利度过了 2021-2022 年的经营低谷期，并且在内部降本增效带动下，2023 年创下上市以来的收入利润新高；2024 年中报时，海底捞宣布了旨在鼓励孵化和发展更多的餐饮新品牌的“红石榴计划”，在外部宏观稳步复苏的现状下，新品牌的放量有望为上市公司贡献新成长看点。

◆ 成长展望：翻台率维持稳健叠加客单价回暖，同店望重回增长，新品牌放量贡献新增量

海底捞未来盈利弹性主要来自于 3 点：主业同店经营改善、主业门店稳步扩张以及新品牌放量贡献：

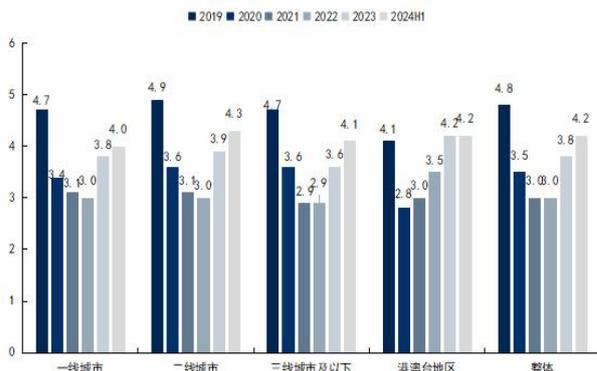
1、**同店经营改善：翻台率维持稳健+客单价回暖。**2023 年下半年以来餐饮品牌纷纷降价以获取客流，可以观察到 2023H2 餐饮公司客单价环比均有不同幅度下调，以适应性价比消费的大趋势，2024H1，海底捞为适应消费环境客单价主动降低至 97.4 元/-5%。但从 2024 年 9 月开始，公司对于折扣的派发更为精准，客单价环比有所提升，12 月初海底捞客单价已回升至约 100 元，环比不断回暖。此外，2024H1 公司整体翻台率已达到 4.2 次，虽距离 2019 年的 4.8 次仍有一定距离，但考虑到目前门店接近 1400 家、较 2019 年门店数为 768 家规模已翻倍，中性预期下我们预计翻台率同比水平基本维持稳健。

图6：海底捞客单价数据变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：海底捞整体翻台率数据变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：由于海底捞门店维持稳定，整体翻台数据约等于同店翻台

2、**火锅门店扩张：2025 年预计净增高个位数门店占比，加盟边际助力。**2021 年啄木鸟计划计划曾提及，翻台率回到 4.0 次/天前原则上不开新店，2024H1 翻台率已回升至 4.2 次，且门店保本点已由 3.0 次下滑至 2.5 次左右，公司其实已具备重启规模开店的基础。而从实际跟踪看，海底捞在门店扩张上也逐渐变得更为积极，2024 年下半年公司拓店速度将边际加快（纯新开 40-50 家），2025 年有望实现净增高个位数占比门店。此外公司在 2024 年初宣布开启加盟模式，模式成熟后预计也会贡献额外增量。

3、**新品牌孵化：“红石榴计划”加持，烤肉品牌领衔。**焰请烤肉铺子是公司“红石榴计划”计划的重点项目之一。焰请烤肉铺子首店于 2023 年年年底开张，主营融合烤肉品类（即融合中日韩等多国烤肉风格及食材的品类），截至 11 月底，焰请烤肉铺子在全国拥有 12 家门店。运营模型上，烤肉及火锅品类的特点在于“新鲜食材，食客自主烹饪”。海底捞基于火锅运营经验，相对快餐（要求出餐效率）、中式正餐（要求厨师厨艺），切入烤肉赛道更容易适应。在用户画像上，焰请烤肉铺子及海底捞客单价均处在 100 元价格带，瞄准相同消费力人群；且海底捞多年来通过大学生优惠占领了大量年轻消费者群体心智，而焰请烤肉铺子同样瞄准年轻人喜好进行装潢、安排现场音乐表演。高度重合的客群使得自海底捞主品牌向焰请烤肉铺子引流更容易实现。作为“红石榴计划”的重点创业项目，焰请烤肉铺子部分股权交由创业团队实现激励。烤肉品牌上市公司持股 70.5%，张勇（董事长）/苟轶群（CEO）/杨利娟（特海 CEO）/宋青（执行董事）/周兆呈（董事会副主席）等集团高管持股 22.5%，本次烤肉品牌孵化吸取了其他餐饮品牌的创业经验，将部分股权出让给创业团队，将充分调动团队的积极性，实现内部资源的协同整合，这也与集团中期推出的“红石榴计划”所提倡的“股权激励”相吻合。

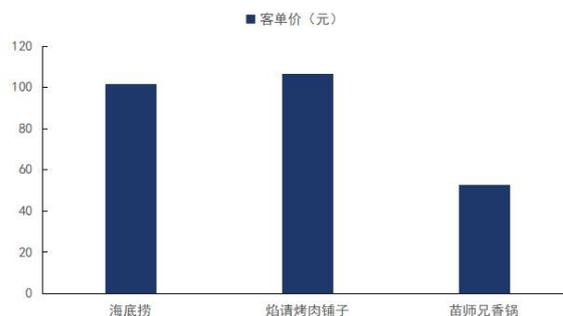
2024 年 12 月 9 日晚，海底捞集团公告对焰请提供第三次财务支持，且额度上限进一步提升至 5 亿。据公告显示，2024/5/29 首份贷款协议额度上限为 2000 万元，2024/11/15 签订的第二份贷款协议额度上限为 200 万元，两次利率均为一年期 LPR+20 基点。第三次贷款支持额度大幅提升至 5 亿元，我们分析与焰请品牌即将进入展店加速期、资金需求大幅提升有关。若以单个门店前期投入 200 万元简单测算，不考虑门店经营留存收益，仅该项贷款可以支持焰请烤肉铺子新开出 200 余家门店。

图8: 海底捞“焰请烤肉铺子”品牌股权结构



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 截至 2024 年 12 月 9 日

图9: 海底捞“焰请烤肉铺子”人均客单价 100 元左右



资料来源: 窄门餐饮, 国信证券经济研究所整理  
注: 数据截止于 2024 年 11 月

**焰请烤肉单店模型测算: 年营收约 1000 万元, 净利润率 12-14%。**据我们测算成熟门店的营业利润率较海底捞火锅高出约 3pct, 约 20-21%的水平, 最为核心的因素在于人力成本的优化。相较于海底捞火锅门店需要配备 90-95 位服务员, 焰请烤肉铺子仅需 30-40 位员工即可满足要求。此外, 由于焰请烤肉铺子门店采用店长多管店模式, 一位店长管理多个不同门店时, 单门店的分红比例是边际递减的, 进而进一步降低了人力成本费用的占比。海底捞平均 10 个月的现金回收期在餐饮行业内已较短, 但考虑到焰请烤肉铺子的门店面积及单位面积投入 (焰请无需安装新风系统) 均要小于海底捞火锅, 焰请烤肉铺子的现金回收期还要更短于海底捞。

表1: 海底捞/焰请烤肉铺子/西塔老太太门店模型对比

	海底捞火锅	焰请烤肉铺子	西塔老太太
品类定位	川渝火锅	融合烤肉	韩式烤肉
客单价	101.69	106.43	125.32
门店数	1365	9	459
门店面积 (m <sup>2</sup> )	800-1200	300-400	300
单面积支出 (元)	9000-10000	4000	6667
门店投入 (万元)	760	200	200
月营收 (万元)	268	89	-
月食材成本	107	36	-
月人工成本	80.4	160	-
月租金		约 4%	
月能耗		约 3%	
月摊销		约 3%	
月营销费用及其他		约 2%	
月经营利润 (万元)	48.24	18.76	-
OPM	18%	21%	
NPM	11%	14%	
月净利润 (万元)	29	13	
现金回收期 (月)	10	8-10	

资料来源: 公司公告、海底捞、西塔老太太、焰请烤肉铺子门店、国信证券经济研究所整理

◆ **投资建议: 2025 主品牌同店经营与开店数有望双改善 烤肉品牌确认加速发展, 维持“优于大市”评级**

2023-2024 年公司向市场证明了自身的弱市环境下领先的运营调节能力, 展望 2025 年客单价回暖、翻台稳健表现下同店有望重回增长通道, 且“红石榴计划”赋能下新品牌焰请烤肉铺子扩张有望提速, 供应链与门店人工协同下盈利能力有保障。在相对中性的同店增长和审慎开店展望下, 维持 2024-2026 年归母净利

润为 46.2/51.2/56.2 亿元，对应增速为 3%/11%/10%，动态 PE 为 19/17/15x。乐观假设下翻台率与客单价均稳中有升且烤肉品牌增速更快，预计 2025-2026 年归母净利润为 58.3/71.6 亿元，对应增速为 3%/26%/23%，动态 PE 为 15/12x，参考下文海底捞历史估值复盘（成长期 PE 估值能达到 60-80x），目前海底捞处于同店与新品牌经营拐点期，我们看好经营逻辑扭转后市场给与公司估值溢价，维持公司“优于大市”评级，持续推荐。

**表2：中性与乐观情景下海底捞业绩弹性测算**

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>中性预期</b>					
营业收入	31,039	41,453	44,604	49,622	54,852
yoy	-25%	34%	7.6%	11.3%	10.5%
翻台率	3.0	3.8	4.4	4.4	4.4
客单价	105	99	98	101	104
yoy		-5.5%	-1.1%	3.0%	3.0%
火锅门店数	1,371	1,374	1,375	1,475	1,572
烤肉门店数			20	100	200
有效门店			1,382	1,508	1,639
yoy		0.2%	0.6%	9.7%	8.6%
归母净利润	1638	4499	4620	5118	5617
yoy	-139%	-175%	2.7%	10.8%	9.8%
%	5.3%	10.9%	10.4%	10.3%	10.2%
市盈率 (PE)	53	19	19	17	15
<b>乐观预期</b>					
营业收入	31,039	41,453	44,604	54,194	65,737
yoy	-25%	34%	7.6%	21.5%	22.3%
翻台率	3.0	3.8	4.4	4.6	4.8
客单价	105	99	98	104	110
yoy		-5.5%	-1.1%	6.5%	5.5%
火锅门店数	1,371	1,374	1,375	1,475	1,621
烤肉门店数			20	120	270
有效门店			1,382	1,515	1,711
yoy		0.2%	0.6%	10.2%	12.9%
归母净利润	1638	4499	4620	5826	7158
yoy	-139%	-175%	2.7%	26.1%	22.9%
%	5.3%	10.9%	10.4%	10.8%	10.8%
市盈率 (PE)	53	19	19	15	12

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**表3：可比公司估值表**

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 亿元	EPS (元)			PE			投资评级
				25E	26E	27E	25E	26E	27E	
9922.HK	九毛九	3.68	51.9	0.16	0.21	0.27	22.98	17.51	13.62	优于大市
9869.HK	海伦司	2.95	37.3	0.12	0.16	0.22	24.56	18.42	13.39	优于大市
9987.HK	百胜中国	360.61	1,324.2	17.03	18.61	20.20	21.17	19.37	17.86	优于大市

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：海伦司为 Wind 一致预期，其余均为国信社服预期，货币单位均以 12 月 9 日当日中间价换算成人民币。

◆ 风险提示

翻台率恢复不及预期、门店扩张低于预期、客单价下滑、竞争加剧、新品牌孵化失败。

图10: 海底捞股价走势及复盘



资料来源: 公司公告、穆迪报告、公司官微、DFE 等, 国信证券经济研究所整理

相关研究报告:

- 《海底捞 (06862. HK) -核心经营利润率维持稳定, “红石榴”计划加码新品牌孵化》 ——2024-08-31
- 《海底捞 (06862. HK) -经营呈现逆势高景气度, 期待运营端的积极变化》 ——2024-05-16
- 《海底捞 (06862. HK) -2023 年业绩点评-下半年翻台率继续回暖, 2023 年分红比例提升至 90%》 ——2024-03-28
- 《海底捞 (06862. HK) -开放加盟模式, 扩张有望适度提速》 ——2024-03-06
- 《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

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6301	6476	9548	11322	12787	营业收入	31039	41453	46428	51651	57095
应收款项	2300	2413	3816	4245	4693	营业成本	0	0	18803	20893	23066
存货净额	1142	1075	283	314	346	营业税金及附加	0	0	2321	2583	2855
其他流动资产	2	16	0	0	0	销售费用	1644	1425	6268	6973	7708
<b>流动资产合计</b>	<b>10507</b>	<b>14907</b>	<b>18575</b>	<b>21794</b>	<b>24922</b>	管理费用	1277	1855	14502	16038	17696
固定资产	5645	3846	5395	8881	12406	财务费用	(14)	36	77	52	44
无形资产及其他	4055	3411	2658	2305	2453	投资收益	0	0	(7)	0	0
投资性房地产	815	1098	1098	1098	1098	资产减值及公允价值变动	0	0	0	20	0
长期股权投资	418	1414	1414	1464	1514	其他收入	(26639)	(32880)	1707	1686	1757
<b>资产总计</b>	<b>21439</b>	<b>24677</b>	<b>29140</b>	<b>35543</b>	<b>42393</b>	营业利润	1492	5257	6155	6819	7483
短期借款及交易性金融负债	2406	680	0	0	0	营业外净收支	626	576	0	0	0
应付款项	1788	2805	0	63	138	<b>利润总额</b>	<b>2118</b>	<b>5833</b>	<b>6155</b>	<b>6819</b>	<b>7483</b>
其他流动负债	3039	3757	6089	6314	6474	所得税费用	480	1338	1539	1705	1871
<b>流动负债合计</b>	<b>7232</b>	<b>7242</b>	<b>6089</b>	<b>6377</b>	<b>6612</b>	少数股东损益	(1)	(4)	(4)	(4)	(5)
长期借款及应付债券	2278	2076	2076	2076	2076	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1638</b>	<b>4499</b>	<b>4620</b>	<b>5118</b>	<b>5617</b>
其他长期负债	4473	3842	4842	5843	6845						
<b>长期负债合计</b>	<b>6751</b>	<b>5918</b>	<b>6918</b>	<b>7919</b>	<b>8921</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>13983</b>	<b>13160</b>	<b>13007</b>	<b>14296</b>	<b>15533</b>	净利润	1638	4499	4620	5118	5617
少数股东权益	13	(10)	(14)	(18)	(23)	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	7443	11527	16147	21265	26882	折旧摊销	346	492	1305	1387	1528
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>21439</b>	<b>24677</b>	<b>29140</b>	<b>35543</b>	<b>42393</b>	公允价值变动损失	0	0	0	(20)	0
						财务费用	(14)	36	77	52	44
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(1501)	762	(69)	829	758
每股收益	0.29	0.81	0.83	0.92	1.01	其它	(1)	(4)	(4)	(4)	(5)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>482</b>	<b>5750</b>	<b>5852</b>	<b>7309</b>	<b>7898</b>
每股净资产	1.34	2.07	2.90	3.82	4.82	资本开支	0	1764	(2100)	(4500)	(5200)
ROIC	163%	242%	51%	110%	73%	其它投资现金流	(7)	(4166)	0	(986)	(1183)
ROE	22%	39%	29%	24%	21%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(58)</b>	<b>(3399)</b>	<b>(2100)</b>	<b>(5536)</b>	<b>(6433)</b>
毛利率	100%	100%	60%	60%	60%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	91%	92%	10%	10%	10%	负债净变化	(1779)	(202)	0	0	0
EBITDA Margin	92%	93%	13%	13%	13%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	-25%	34%	12%	11%	11%	其它融资现金流	3667	(1771)	(680)	0	0
净利润增长率	-139%	-175%	3%	11%	10%	<b>融资活动现金流</b>	<b>110</b>	<b>(2176)</b>	<b>(680)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
资产负债率	65%	53%	45%	40%	37%	<b>现金净变动</b>	<b>534</b>	<b>175</b>	<b>3072</b>	<b>1774</b>	<b>1466</b>
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	5767	6301	6476	9548	11322
P/E	40.8	14.9	14.5	13.1	11.9	货币资金的期末余额	6301	6476	9548	11322	12787
P/B	9.0	5.8	4.1	3.1	2.5	企业自由现金流	0	32437	2536	1589	1413
EV/EBITDA	3	2	15	13	12	权益自由现金流	0	30436	1798	1550	1381

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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