

【广发社服&海外】华住酒店(HTHT.O)/华住集团-S(01179.HK)
Q3 经营显著回升，二次上市助力高增长
核心观点：

- **财务情况：Q2 大幅减亏，经营性净现金流转正，加盟店收入恢复较快。** 华住近日发布 2020Q2 财报。Q2 营收同比下降 31.7%，其中直营店和加盟店 20Q2 营收环比下降 18.5%和增长 45.4%。20Q2 剔除公允价值变动损益和股权激励后，Non GAAP EBITDA 为亏损 0.97 亿元，净亏损 5.48 亿元，分别较 Q1 亏损 7.04 亿元和 21.35 亿元明显改善。20Q2 经营性净现金流为 5.12 亿元，由负转正（20Q1 为-13.5 亿元）。
- **Q2 原有品牌经营好转，DH 酒店承压，3 季度以来均持续改善。** Q2 华住原品牌营业中酒店 RevPAR/ADR/OCC 同比降幅分别收窄至 -38.2%/-22.0%/-18.1pct，而 DH 酒店 Q2 受海外疫情影响较大。3 季度以来经营继续恢复，其中华住原品牌 7 月 RevPAR/ADR/OCC 分别为 162 元/205 元/79%，而 8 月 RevPAR/ADR/OCC 分别为 187 元/223 元/84%。预计 3 季度已回升至去年同期的 90%以上水平。
- **新股发行：赴港二次上市交易，顺利募集资金约 59 亿港元，助力公司中长期发展。** 公司总计发行约 2042 万股，每股定价 297 港元，发售净募集资金约 59.248 亿港元，将用于支持公司资本开支、偿还债务等。
- **总体观点：Q2 以来经营压力缓解，开店提速，看好龙头长期竞争优势。** 预计 2020-22 年 Non GAAP 净利润分别为-5.77 亿元、19.96 亿元和 22.97 亿元。参考 17 年以来平均估值水平，同时考虑行业估值整体回升，给予公司美股 21 年 50 倍 P/E 估值，对应华住酒店（HTHT.O）合理价值为 48.25 美元/ADS，根据美元兑港元最新汇率，折算得到华住集团（01179.HK）合理价值为 373.96 港元/股，维持华住酒店（HTHT.O）“增持”评级，首次覆盖华住集团（01179.HK），给予“增持”评级。
- **风险提示。** 疫情影响存在不确定性，加盟店扩展速度不及预期等。
注：除特殊说明外均采用人民币为货币单位。

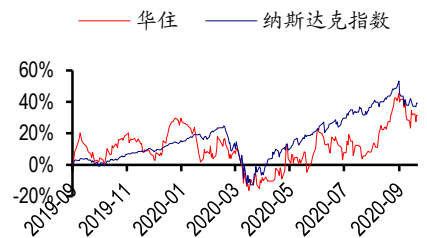
盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10063	11211	10516	17072	18806
增长率（%）	23.17%	11.40%	-6.20%	52.28%	10.15%
EBITDA（百万元）	2272	3555	1104	4149	4570
Non GAAP净利润（百万元）	1713	1563	-577	1996	2297
增长率（%）	-40.51%	142.10%	-196.25%	20.14%	13.36%
EPS（元/股）	0.84	0.79	-0.28	0.97	1.11
市盈率（P/E）	40.4	111.5	-	43.3	37.6
ROE（%）	11.6	23.6	-11.12	20.0	22.8
EV/EBITDA	82.6	60.9	114.6	31.1	28.3

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级
增持-O/增持-H

当前价格	41.77 美元/329.0 港元
合理价值	48.25 美元/373.96 港元
前次评级	增持-I
报告日期	2020-09-23

相对市场表现

分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260512030003

SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

分析师：

宋炜



SAC 执证号：S0260518050002

SFC CE No. BMV636



021-60750610



songwei@gf.com.cn

相关研究：
【广发社服&海外】华住 2020-07-03

(HTHT.O)：疫情后深挖本地需求，看好龙头长期竞争优势

目录索引

一、财务情况：Q2 大幅减亏，经营性净现金流转正，加盟店收入恢复较快	4
二、经营情况：国内业务强劲回升，DH 酒店承压，3 季度以来均持续改善	5
三、拓店情况：Q2 开店提速，上半年净开店数量高于去年同期，储备门店数量充足	6
四、新股发行：赴港二次上市交易，顺利净募集资金约 59 亿港元，助力公司中长期发展	9
五、总体观点：Q2 以来经营压力缓解，开店提速，看好龙头长期竞争优势	9
（一）主要盈利预测假设	9
（二）估值分析和投资建议	10
六、风险提示	12

图表索引

图 1: 华住 Q2 营收 19.5 亿元, 同比下降 31.7%.....	4
图 2: 华住单季度直营和加盟收入及同比增速.....	4
图 3: 华住 Q2 调整后归母净亏损 4.76 亿元, 调整后 EBITDA 亏损 0.97 亿元.....	5
图 4: 华住单季度各项费用率.....	5
图 5: 华住整体三项经营指标同比变化情况.....	6
图 6: 华住同店经营数据同比变化情况.....	6
图 7: 华住经济型酒店同店经营数据同比变化情况.....	6
图 8: 华住中高端酒店同店经营数据同比变化情况.....	6
图 9: 华住旗下酒店数量和同比增速.....	7
图 10: 华住单季度开店、关店和净开店数量 (家).....	7
图 11: 截止 Q2 华住加盟酒店占比达到 88.6%.....	7
图 12: 华住中高端和经济型酒店占比.....	7
图 13: 华住储备门店数量和同比增速 (单位: 家).....	8
图 14: 华住 2015 年以来市盈率 (TTM, 扣非) 水平.....	11
表 1: 华住旗下各品牌门店数和储备店数量.....	8
表 2: 华住经营业务预测 (单位: 百万元).....	10
表 3: 华住可比公司估值.....	11

一、财务情况：Q2 大幅减亏，经营性净现金流转正，加盟店收入恢复较快

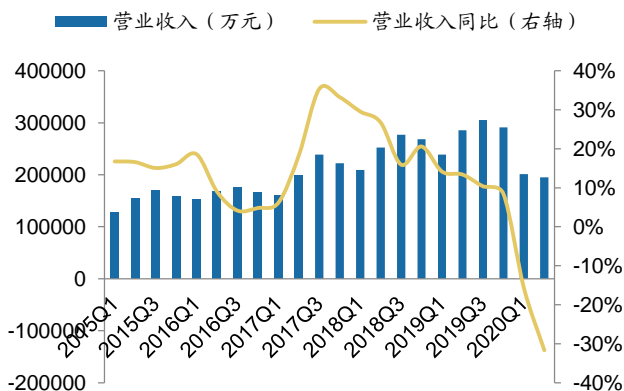
华住近日发布2020Q2财报，Q2营收同比下降31.7%，剔除DH酒店后营收同比下降36.3%，收入降幅符合预期（根据此前电话会，公司预计Q2营收同比降幅在32%-34%之间，剔除DH集团之后营收同比降幅在35%-37%之间）。国内疫情缓解后，华住原有品牌经营明显改善，收入降幅收窄（20Q1剔除DH酒店后营收同比下降46.0%）。其中，直营店和加盟店20Q2营收分别为12.36亿元和6.76亿元，同比下降38.2%和15.8%，环比下降18.5%和增长45.4%，加盟店收入占比提升至约35%。Q2加盟店收入环比恢复较快主要由于Q1临时性关店的部分加盟店重新开店经营，同时Q2华住原有品牌加盟店RevPAR从Q1的87元提升至125元。

（1）业绩方面，20Q2 GAAP归母净亏损5.48亿元，调整后Non GAAP归母净亏损为4.76亿元，而剔除公允价值变动损益和股权激励后，调整后Non GAAP EBITDA为亏损0.97亿元，相比较Q1分别亏损21.35亿元、11.03亿元和7.04亿元，Q2均有明显改善。

（2）现金流方面，20Q2公司经营性净现金流为5.12亿元，由负转正（20Q1为-13.46亿元）。

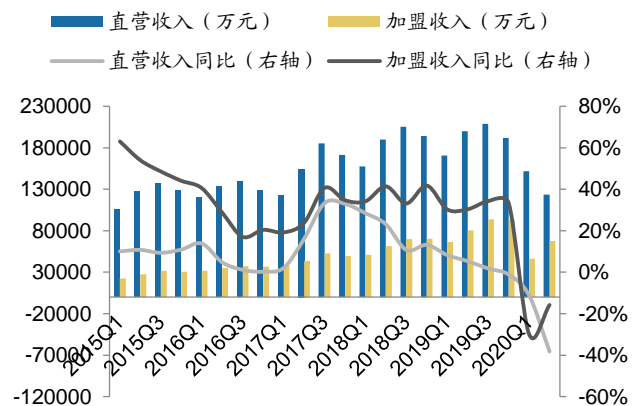
（3）成本费用方面，疫情期间公司继续加强了对成本费用的管控。Q2酒店营运成本为21.35亿元，环比下降10.2%；开业前费用为0.99亿元，环比下降10.8%；销售和市场费用为1.07亿元，环比下降26.7%；一般行政费用为2.63亿元，环比下降16.8%。公司Q2整体销售费用率、管理费用率和开业前费用率分别为5.5%、13.5%、5.1%，环比下降1.8pct、2.2pct和0.4pct。

图1：华住Q2营收19.5亿元，同比下降31.7%



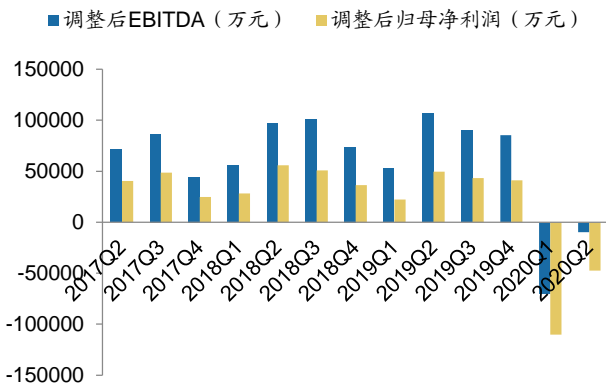
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图2：华住单季度直营和加盟收入及同比增速



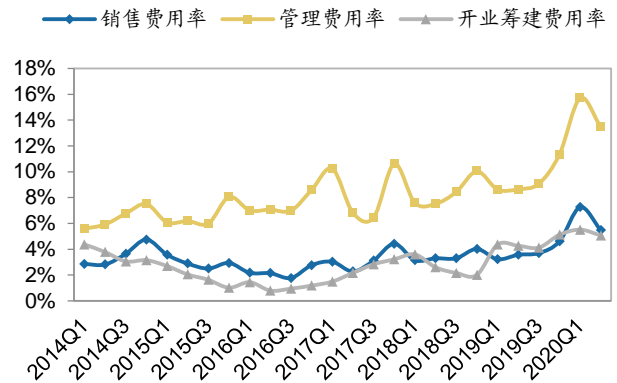
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图3: 华住Q2调整后归母净亏损4.76亿元, 调整后EBITDA亏损0.97亿元



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图4: 华住单季度各项费用率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

二、经营情况: 国内业务强劲回升, DH 酒店承压, 3 季度以来均持续改善

Q2华住原有品牌营业中酒店RevPAR/ADR/OCC分别为127元/185元/68.8%, YOY分别为-38.2%/-22.0%/-18.1pct, 相比较Q1 YOY增速的-50.5%/-14.6%/-41.0pct, Q2经营压力明显缓解。3季度以来, 华住原有品牌经营继续恢复, 7月RevPAR/ADR/OCC分别为162元/205元/79%, 而8月RevPAR/ADR/OCC分别为187元/223元/84%, 预计目前恢复至90%以上的水平, 经营恢复情况好于行业整体水平。根据STR数据最新月度数据显示, 8月暑期市场需求明显, 中国内地市场整体入住率净值已经恢复至66%, 对比7月增长了8个百分点。

分级别看, Q2中高端酒店恢复相对较快, RevPAR/ADR/OCC同比降幅也均略小于经济型。Q2整体同店RevPAR/ADR/OCC YOY分别为-40.8%/-19.4%/-24.4pct, 而Q1YOY分别为-52.8%/-17.9%/-35.5pct。

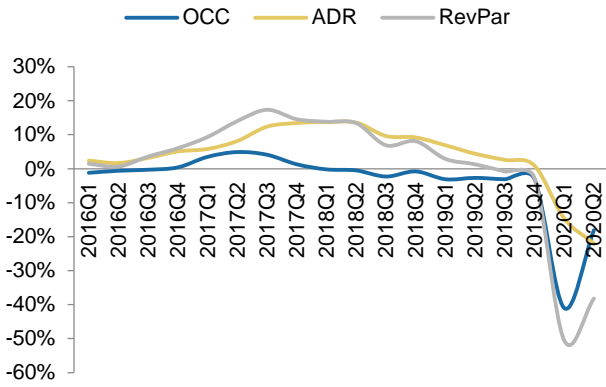
其中经济型酒店同店RevPAR/ADR/OCC分别为102元/143元/71.5%, Q2YOY分别为-41.6%/-20.4%/-25.0pct, 而Q1YOY分别为-50.6%/-16.2%/-35.4pct。

中高端酒店同店RevPAR/ADR/OCC分别为169元/252元/66.9%, Q2YOY分别为-39.9%/-17.5%/-24.2pct, 而Q1YOY分别为-56.2%/-18.9%/-35.5pct。

DH酒店Q2受海外疫情影响较大, RevPAR/ADR/OCC分别为16欧元/87欧元/18.3%, YOY分别为-77.6%/-13.4%/-52.4pct, 同比降幅较Q1扩大。不过, 3季度以来, DH

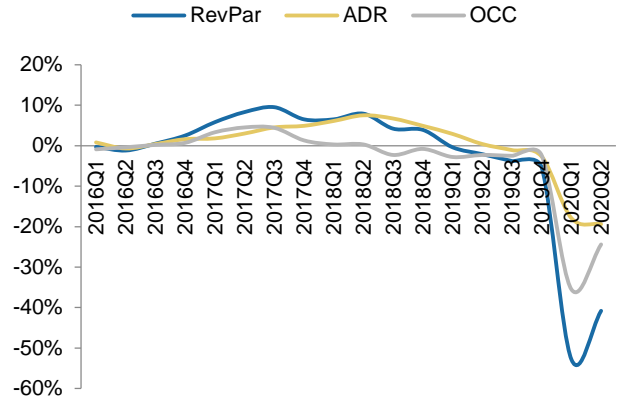
酒店经营也开始逐步好转, 7月RevPAR/ADR/OCC分别为33欧元/96欧元/34%, 8月RevPAR/ADR/OCC分别为39欧元/95欧元/41%。

图5: 华住整体三项经营指标同比变化情况



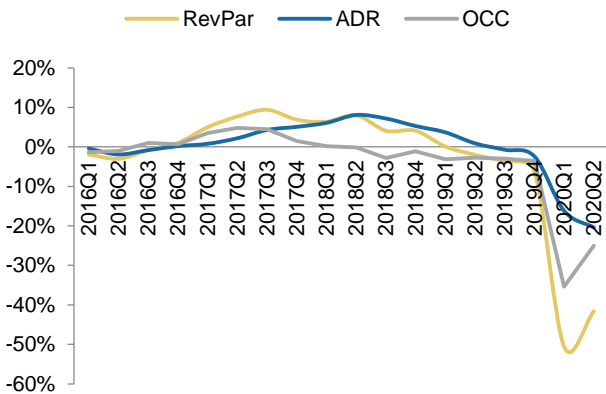
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图6: 华住同店经营数据同比变化情况



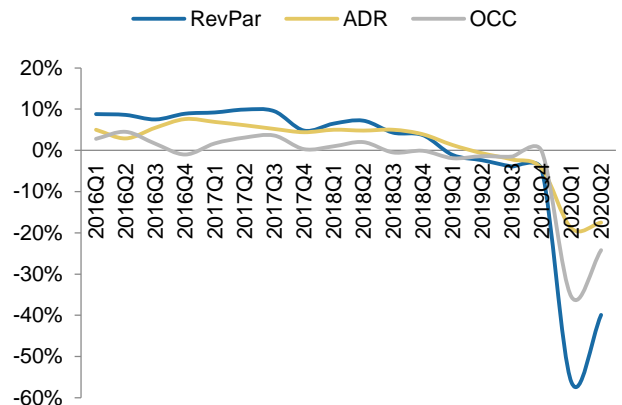
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图7: 华住经济型酒店同店经营数据同比变化情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图8: 华住中高端酒店同店经营数据同比变化情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

三、拓店情况: Q2 开店提速, 上半年净开店数量高于去年同期, 储备门店数量充足

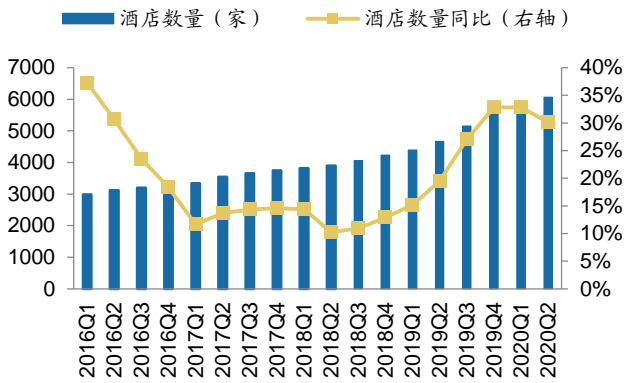
截止Q2, 华住共有6187家门店, 原有品牌6071家, DH酒店116家门店。

Q2华住原有品牌新开店428家, 关店195家, 净开店233家; 而Q1新开店296家, 关店76家, 净开店220家, 上半年合计净开店453家, 同比+4.1% (19年上半年净开店435家)。

Q2 DH酒店新开1家门店，没有关店；Q1 DH酒店新开5家门店，关掉9家门店。

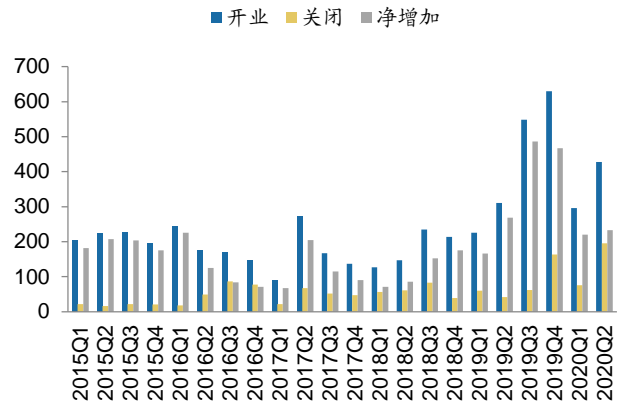
从门店结构来看，截止Q2加盟店占比持续提升至88.6%。公司Q1将宜必思酒店和汉庭优佳重新划分为经济型酒店，Q2经济型和中高端酒店占比分别为67%和33%。

图9：华住旗下酒店数量和同比增速



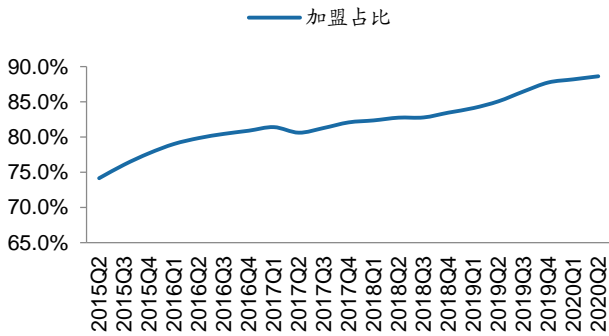
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图10：华住单季度开店、关店和净开店数量（家）



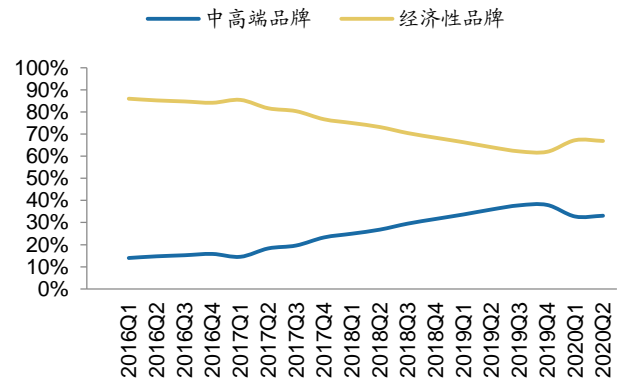
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图11：截止Q2华住加盟酒店占比达到88.6%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图12：华住中高端和经济型酒店占比

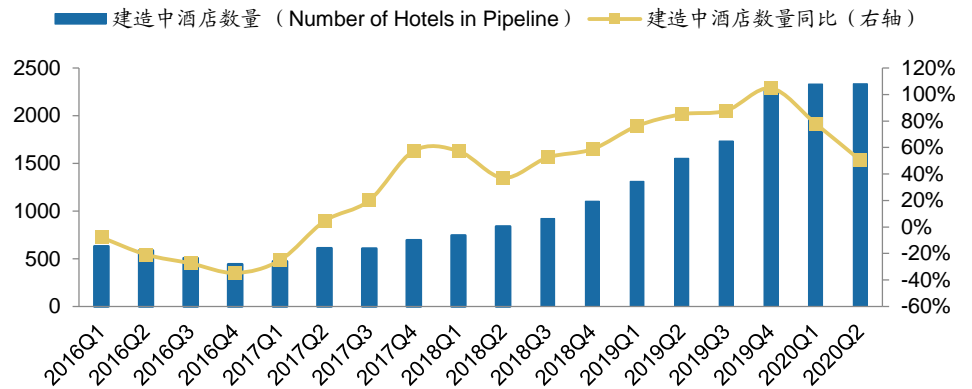


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

截止Q2，华住拥有2375家储备店，其中华住原有品牌2335家，DH酒店40家。华住原有品牌储备电较19年末增加73家。根据此前电话会议，公司全年开店目标为1600-1800家，预计关店350-450家，其中300-350家为计划中关店。

疫情之后，酒店加盟投资更倾向于选择品牌实力更强、自有渠道建设成熟、管理体系完善的头部集团。华住会员体系和直销渠道强，数字化程度较高、运营和成本费用效率好，有望维持较快开店速度。目前二三线城市开店空间仍然较大，而公司董事长季琦在财报中也表示，未来三年，公司将持续渗入低线城市，同时利用行业兼并重组加速的趋势，来扩大公司市场份额。

图 13: 华住储备门店数量和同比增速 (单位: 家)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 1: 华住旗下各品牌门店数和储备店数量

华住酒店旗下品牌	各品牌旗下门店数 (家)						储备门店数 (家)	
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q1	2020Q2
禧玥酒店(Joya)	6	6	6	6	8	9	4	3
全季(JI)	611	666	759	831	885	926	469	478
星程(STARWAY)	230	265	317	350	367	392	281	288
漫心(MANXIN)	28	35	39	46	52	53	35	34
美仑酒店 (Madison Hotel)			6	13	15	18	28	23
美爵 (Grand Mercure)	7	8	8	6	6	6	10	8
诺富特 (Novotel)	7	9	9	9	9	11	13	11
美居(Mercure)	45	52	63	68	71	80	81	76
中高端品牌								
宜必思尚品(ibis style)	37	44	50	55	59	60	33	30
桔子精选(Orange Selected)	189	216	233	248	255	265	164	180
桔子水晶(Crystal Orange)	60	66	77	85	95	99	63	57
花间房(Blossom Hill)	20	20	21	17	24	25	25	24
施柏阁 (Steigenberger) 酒店&度假村					50	50	8	8
施泰根博阁城际 (Intercity Hotel)					42	42	19	19
Maxx					5	5	1	1
Jaz in the City					2	2	2	2
其他					4	4	1	1
中高端酒店合计	1240	1387	1588	1734	1949	2047	1237	1243
经济型品牌								
汉庭(HANTING)	2394	2460	2561	2586	2630	2638	503	523
宜必思(ibis)	149	159	179	185	185	187	71	64
怡莱(ELAN)	207	244	373	648	713	838	424	434
海友(HI)	399	415	450	465	464	464	130	102
Zleep					12	13	10	9
经济型酒店合计	3149	3278	3563	3884	4004	4140	1138	1132
酒店总计	4389	4665	5151	5618	5953	6187	2375	2375

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

四、新股发行：赴港二次上市交易，顺利净募集资金约59亿港元，助力公司中长期发展

近期公司赴港二次上市交易，根据华住集团-S(01179.HK)公布的招股结果，公司总计发行约2042万股，每股定价297港元，发售净募集资金约59.248亿港元。

发售情况：公开发售阶段华住集团获3.39倍认购，分配至公开发售的发售股份最终数目204.23万股，占发售股份总数的约10%（假设超额配股权未获行使）。国际发售获大幅超额认购，发售股份最终数目约为1837.99万股，相当于发售股份总数的约90%（假设超额配股权未获行使）。

超额配股权：公司已向国际承销商授出超额配股权，可由联席全球协调人（代表国际承销商）于国际承销协议日期起至2020年10月16日（星期五）（即递交香港公开发售申请截止日期后第30日）期间任何时间行使，要求公司根据国际发售按国际发售价额外配发及发行最多合共3,063,300股发售股份（即不超过全球发售项下初步可供认购发售股份总数的15%）。若超额配股权全部行使，公司将获得额外净所得款项约8.974亿港元。

资金用途：公司预期将全球发售的净所得款项（假设超额配股权未获行使）用于下列用途：（1）约40%将用于支持公司的资本支出及开支，以加强公司的酒店网络，包括新酒店开业以及现有酒店的升级及持续维护。（2）约30%将用于偿还公司于2019年12月提取的部分循环信贷融资500百万美元。（3）约20%将用于提升公司的技术平台，包括华住会。（4）约10%将用于一般公司用途。

五、总体观点：Q2以来经营压力缓解，开店提速，看好龙头长期竞争优势

（一）主要盈利预测假设

1.公司针对直营店业务扩张力度减缓，疫情后经营逐步恢复正常，预计2020-2022年公司直营店数量同比分别减少1家、10家和10家，直营店RevPAR同比分别为-32%、+45%和+2%，直营店收入同比分别为-32.8%、+42.5%和+0.5%。

2.由于公司目前主要采取加盟店扩张模式，预计2020-2022年公司加盟店数量同比分别增加1351家、1500家和1500家，加盟店RevPAR同比分别为-25%、+34%和+5%，

加盟店收入同比分别为-8.2%、+73.5%和25.4%。

3.受疫情影响，公司成本费用管控力度进一步加大，预计2020-2022年成本费用率小幅下滑，但由于DH酒店并表因素影响，营业成本同比分别为+20.1%、+30.8%和+9.2%。

表2：华住经营业务预测（单位：百万元）

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
直营收入	4,987	5,212	6,343	7,470	7,718	5,188	7,391	7,425
YOY	10.3%	4.5%	21.7%	17.8%	3.3%	-32.8%	42.5%	0.5%
加盟收入	1,124	1,411	1,787	2,527	3,342	3,069	5,329	6,685
YOY	51.3%	25.6%	26.6%	41.4%	32.3%	-8.2%	73.6%	25.4%
其他收入	41	31	40	66	152	154	160	168
YOY	-14.0%	-23.5%	28.9%	63.6%	130.7%	1.2%	3.7%	5.0%
营业收入	5,775	6,539	8,170	10,063	11,211	10,516	17,072	18,806
YOY	16.3%	13.2%	25.0%	23.2%	11.4%	-6.2%	52.3%	10.2%
租金	1,805	1,871	2,059	2,406	2,624	3,260	4,097	4,513
YOY	16.9%	3.7%	10.1%	16.9%	9.1%	24.2%	25.7%	10.2%
水电	342	346	365	399	404	526	768	846
YOY	5.5%	1.2%	5.6%	9.4%	1.2%	30.2%	46.1%	10.2%
人工	920	1,088	1,388	1,663	1,854	2,103	2,988	3,291
YOY	16.6%	18.4%	27.6%	19.8%	11.5%	13.4%	42.0%	10.2%
折旧摊销	645	677	773	869	960	1,118	1,137	1,150
YOY	15.4%	5.0%	14.2%	12.4%	10.5%	16.5%	1.7%	1.1%
消耗品	485	495	551	673	793	736	1,280	1,410
YOY	6.7%	2.0%	11.3%	22.2%	17.9%	-7.2%	73.9%	10.2%
其他	316	456	538	467	555	894	1,024	1,128
YOY	52.1%	44.0%	18.1%	-13.3%	19.0%	61.1%	14.6%	10.2%
营业成本	4,512	4,932	5,674	6,476	7,190	8,637	11,295	12,339
YOY	16.4%	9.3%	15.0%	14.1%	11.0%	20.1%	30.8%	9.2%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（二）估值分析和投资建议

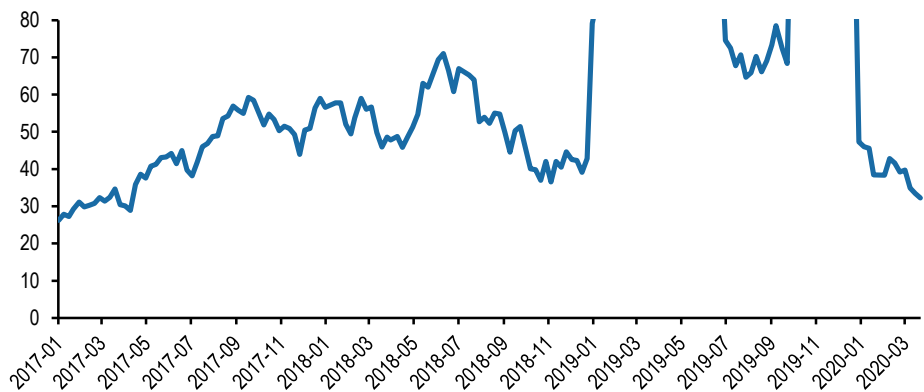
2020年以来华住进行了一系列组织架构调整升级。成立新的管理架构华住中国，由金辉担任CEO，负责国内业务。国际业务总部设在新加坡。内部管理方面简并部门、推行大部制，总部进行“去中心化”式的组织架构精简和调整，并着力培养人才梯队，有助于进一步提升组织效率。

总体来看，疫情之后华住经营恢复较快，Q2大幅减亏，经营性净现金流转正，公司对本地需求的挖掘和直销渠道的建设成效凸显。同时，公司进行了组织架构调整升级，有利于效率提升和聚焦中国市场。我们认为在今年疫情影响下，国内酒店供

给结构的转变有望加快。疫情后的几年内单体酒店供给或将放缓，部分经营难以维系或标准较低、经营不规范的酒店加速出清，酒店投资更倾向于选择品牌实力更强、自有渠道建设成熟、管理体系完善的头部集团。以华住为代表的品牌集团加盟店有望持续增长，加速在经济型和中端市场，以及低线城市城市的整合，共同推动市场向头部集中。公司效率优势突出，近年来门店拓展提速，结构不断优化，储备门店丰富，全年开店目标为1600-1800家。回归港股二次上市后净募集资金59.25亿港元，在缓解疫情带来的经营和现金流压力的同时，也有望助力公司中长期发展，看好疫情后的业绩高弹性和长期增长空间。

预计2020-22年Non GAAP净利润分别为-5.8亿元，19.96亿元和22.97亿元，每ADS对应收益分别为-0.28美元/ADS、0.97美元/ADS、1.11美元/ADS。华住所在的中国市场空间大，开店速度快，故相比美股可比公司享受一定的估值溢价。考虑到公司疫情后恢复较快体现出较好的弹性，全年计划开店速度并未放缓，经营情况有望持续改善。参考17年以来平均估值水平，同时考虑行业估值整体回升，给予公司美股21年50倍P/E估值，对应美股华住酒店（HTHT.O）合理价值为48.25美元/ADS，根据美元兑港元最新汇率，折算得到华住集团（01179.HK）合理价值为373.96港元/股，维持华住酒店（HTHT.O）“增持”评级，首次覆盖华住集团（01179.HK），给予“增持”评级。

图 14: 华住 2015 年以来市盈率 (TTM, 扣非) 水平



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表3: 华住可比公司估值

可比公司	代码	当前市值 (亿美元)	2020E PE	2021E PE	2020 E EV/EBITDA	2021 E EV/EBITDA
Extended Stay	STAY	21.1	80.27	21.9	12.2	9.9
万豪	MAR	301.7	-	31.3	35.3	16.7
希尔顿	HLT	237.0	285.89	35.2	36.7	18.5
精品国际酒店集团	CHH	50.1	41.67	26.1	24.8	18.2

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心 (最新数据截至 2020/9/22)

六、风险提示

1. 疫情影响存在不确定性，宏观经济波动对酒店行业影响较大；
2. 金融资产公允价值减少风险；
3. 公司中端酒店扩张速度及高端酒店培养进度不及预期。

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6974	18256	32545	29601	32393
货币资金	4262	3234	16564	16228	18745
应收及预付	1509	3501	4456	5337	5592
存货	41	57	41	46	48
其他流动资产	1162	11464	11484	8037	8057
非流动资产	17019	34727	36173	36457	36676
长期股权投资	6152	1929	2025	2127	2233
固定资产	5018	5854	5936	5999	6049
无形资产	4464	4319	4319	4319	4319
其他长期资产	1385	22625	23893	24012	24075
资产总计	23993	52983	68718	66058	69069
流动负债	5969	17287	26157	29146	33178
短期借款	948	8499	9774	11240	12926
应付及预收	1156	1407	1265	2053	2295
其他流动负债	3866	10597	15118	15854	17958
非流动负债	11704	28196	27246	26296	25346
长期借款	8812	8084	7084	6084	5084
其他非流动负债	2893	20112	20162	20212	20262
负债合计	17674	45483	53403	55442	58524
股本	282	284	305	305	305
资本公积	107	107	107	107	107
留存收益	5785	6987	14782	10082	10011
归属母公司股东权益	6174	7379	15194	10494	10423
少数股东权益	145	121	121	121	121
负债和股东权益	23993	52983	68718	66058	69069

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10063	11211	10516	17072	18806
营业成本	6476	7190	8637	11295	12339
销售费用	348	426	526	717	790
管理费用	851	1061	1157	1622	1787
酒店开发费用	255	502	526	768	846
财务费用	96	155	312	328	351
公允价值变动收益	-914	316	-1000	300	300
投资净收益	-97	-164	-150	-100	-100
营业利润	2359	2108	-14	3011	3420
营业外收支	203	331	-150	50	50
利润总额	1408	2565	-1536	2998	3384
所得税	-569	-640	3	-753	-855
净利润	742	1761	-1683	2145	2429
少数股东损益	-11	8	-20	-20	-20
股权激励费用	83	110	126	171	188
Non GAAP 净利润	1713	1563	-577	1996	2297
EBITDA	2272	3555	1104	4149	4570
每 ADS 对应 Non GAAP 盈利(美元/ADS)	0.84	0.79	-0.28	0.97	1.11

	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3049	3293	242	1499	4088
净利润	742	1761	-1683	2145	2429
折旧摊销	919	1019	1118	1137	1150
营运资金变动	58	482	-158	793	244
其它	1372	31	965	-2577	265
投资活动现金流	-6345	285	-2220	-1401	-1356
资本支出	-1195	-1535	-1350	-1300	-1250
投资变动	-5280	-870	-870	-101	-106
其他	-481	341	0	0	0
筹资活动现金流	4248	6045	4542	-434	-214
银行借款	5203	15392	275	466	686
股权融资	0	0	5168	0	0
其他	-955	-9347	-900	-900	-900
现金净增加额	928	9115	2565	-337	2517
期初现金余额	3956	4884	13999	16564	16228
期末现金余额	4884	13999	16564	16228	18745

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	23%	11%	-6%	52%	10%
营业利润增长	-3%	56%	-101%	276%	10%
归母净利润增长	-41%	142%	-196%	20%	13%
获利能力					
毛利率	36%	36%	18%	34%	34%
净利率	7%	16%	-16%	12%	13%
ROE	12%	24%	-11%	20%	23%
ROIC	7%	3%	-1%	3%	3%
偿债能力					
资产负债率	74%	86%	78%	84%	85%
净负债比率	2.1	5.6	2.4	3.7	3.8
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.0	1.0
速动比率	1.2	1.1	1.2	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	6.7	3.2	2.4	3.2	3.4
存货周转率	8.6	7.5	13.0	15.6	16.5
每股指标 (元)					
每 ADS 对应 Non GAAP 盈利(美元/ADS)	0.84	0.79	-0.28	0.97	1.11
每股经营现金流	10.8	11.6	0.8	4.9	13.4
每股净资产	22.4	26.4	50.3	34.8	34.6
估值比率					
P/E	40.4	57.4	-	43.3	37.6
P/B	7.7	13.9	14.2	12.0	5.9
EV/EBITDA	45.4	37.1	114.6	31.1	28.3

广发社会服务行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。
安鹏：联席首席分析师，上海交通大学金融学硕士。
张雨露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士。
宋炜：资深分析师，上海交通大学金融学硕士。
高鸿：研究助理，南加州大学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。