

复苏稳健，开店步伐加速

——首旅酒店 21H1 中报点评

事件：公司 21H1 营收 31.44 亿元/+65% yoy，归母净利润 0.65 亿元同比扭亏；21Q2 营收 18.73 亿元/+70% yoy，归母净利润 2.47 亿元（vs 21Q2 亏损 1.69 亿元）。

核心观点

- 上半年恢复稳健，暑期受疫情反弹冲击。21H1 公司实现营收 31.44 亿元/+65% yoy（恢复至 19H1 的 79%），单 Q2 营收 18.73 亿元/+70% yoy（恢复至 19Q2 的 92%），6 月的广东疫情反复和北京旅游限制对恢复产生一定影响但程度不大。展望 3 季度，7 月下旬南京疫情和多地中小学生学习开学前 14 天不得离开本地的防疫政策使暑期游受到较大影响，公司 21Q3 经营亦受冲击，8 月 1 日-25 日 RevPAR 约为 19 年同期的 45%。
- 加盟收入占比持续提升，直营受疫情防控影响相对更大。分板块看，酒店业务板块 21H1 收入 29.34 亿元，亏损 0.06 亿主要受到一季度就地过年防疫政策和北京两会、建党节旅行管制影响。单 Q2 收入 17.81 亿元、利润 2.73 亿元；21H1 收入景区板块收入 2.10 亿元，利润 1.04 亿元。其中 21Q2 酒店直营收入 13.31 亿元，较 19Q2 下降 16%；加盟收入 4.49 亿元，较 19Q2 增长 20%，整个上半年加盟收入占比达 25%，较 19H1 提高 5.5pct，盈利能力稳定性有望持续增强。
- 收入复苏、降本增效，Q2 盈利能力已基本恢复至 19 年同期。21H1 毛利率 28.0%/+46.0pct yoy，销售费用率 5.1%/+1.7pct yoy，管理费用率 10.8%/ -4.8pct yoy，财务费用率 8.5%/+6.5pct yoy 主要由于新租赁准则确认租赁负债利息支出 2.13 亿元。由于 2019-20 年会计口径变化较大，综合看净利率 21Q2 为 13.6%，较 19Q2 仅下降 1pct，二季度盈利能力恢复良好。
- 开店步伐加快，储备门店数量创新高，云品牌加速渗透下沉市场。Q2 新开店 324 家酒店，上半年合计新开店 508 家，较 20H1 的 250 家有翻倍增长，单 21Q2 新开门店显著增长至 324 家。截至 21Q2 储备门店环比增加 192 家达到 1599 家，创历史新高，其中中高端数量占比 40%。考虑到下半年为开店高峰期和储备门店创新高，若不发生严重疫情，我们认为全年 1400-1600 家的开店目标完成概率较大。

财务预测与投资建议

- 由于局部疫情对三季度出行需求影响较大，我们调整公司 2021-23 年 EPS 预测为 0.43/1.11/1.61 元（调整前为 0.81/1.16/1.41 元），考虑到疫情反复对今年业绩仍有较大扰动，我们采用可比公司 2022 年 24 倍估值对公司估值，对应目标价 26.74 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情反弹程度超预期；开店进度不及预期；居民消费需求不及预期

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,311	5,282	6,948	8,321	9,428
同比增长(%)	-2.7%	-36.4%	31.5%	19.8%	13.3%
营业利润(百万元)	1,274	(568)	635	1,590	2,291
同比增长(%)	-0.5%	-144.5%	211.9%	150.3%	44.1%
归属母公司净利润(百万元)	885	(496)	422	1,100	1,585
同比增长(%)	3.3%	-156.0%	185.1%	160.7%	44.1%
每股收益(元)	0.90	(0.50)	0.43	1.11	1.61
毛利率(%)	93.7%	12.6%	32.3%	39.9%	43.7%
净利率(%)	10.6%	-9.4%	6.1%	13.2%	16.8%
净资产收益率(%)	10.3%	-5.7%	4.9%	11.7%	14.8%
市盈率	27.0	(48.2)	56.6	21.7	15.1
市净率	2.7	2.9	2.7	2.4	2.1

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

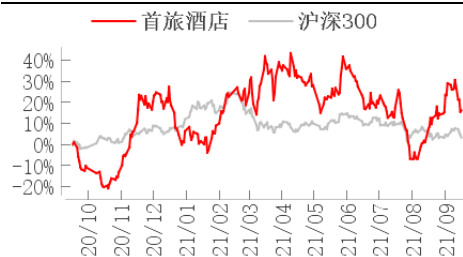


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年09月16日)	23.2元
目标价格	26.74元
52周最高价/最低价	29.91/15.49元
总股本/流通A股(万股)	98,703/98,208
A股市值(百万元)	22,899
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-8.22	8.41	-4.56	16.19
相对表现	-4.14	14.19	8.69	16.42
沪深300	-4.08	-5.78	-13.25	-0.23



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520070001

联系人 彭博

pengbo3@orientsec.com.cn
张玉洁

联系人 朱雨涵

zhuyuhan@orientsec.com.cn

相关报告

- 储备店创历史新高，看好公司经营底部回暖的弹性：——首旅酒店 20 年年报及 21 年一季报点评 2021-05-10
- Q3 利润转正，储备店数首次突破 1000 家：——首旅酒店三季报解读 2020-11-05

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目录

上半年经营业绩点评：稳健恢复，开店步伐加速	4
盈利预测与投资建议	8
盈利预测	8
投资建议	10
风险提示	10

图表目录

图 1: 公司单季度营收及同比增速	5
图 2: 公司单季度归母净利润及同比增速	5
图 3: 公司单季度毛利率和费用率变化	5
图 4: 公司单季度净利率变化	5
图 5: 公司已开业加盟和直营酒店数量 (单位: 家)	6
图 6: 公司已开业的不同品牌酒店数量 (单位: 家)	6
图 7: 公司单季度新开业门店数量及结构	6
图 8: 公司单季度净新增门店数量及结构	7
图 9: 公司储备门店数量 (单位: 家)	7
图 10: 公司整体 RevPAR 以及与 2019 年同期对比	7
图 11: 公司整体入住率以及与 2019 年同期对比	8
图 12: 公司整体平均房价以及与 2019 年同期对比	8
表 1: 核心假设及盈利预测变动分析表	8
表 2: 主要财务数据变动分析表	9
表 3: 可比公司估值表	10

上半年经营业绩点评：稳健恢复，开店步伐加速

上半年恢复稳健，暑期受疫情反复冲击。21H1 公司实现营收 31.44 亿元/+65% yoy（恢复至 19H1 的 79%），单 Q2 营收 18.73 亿元/+70% yoy（恢复至 19Q2 的 92%）。二季度收入端恢复较快主要得益于新冠疫情受控情况良好，旅游和商务出行迎来快速反弹，6 月的广东疫情反复和北京旅游限制对恢复产生一定影响但程度不大。展望 3 季度，7 月下旬南京疫情和多地中小学生学习前 14 天不得离开本地的防疫政策造成暑期游受到较大影响，公司 21Q3 经营亦受冲击，8 月 1 日-25 日 RevPAR 从南京疫情前一周的 191 元（vs19 年同期的 105%）下滑至 88 元（vs19 年同期的 45%）。

加盟收入占比持续提升，直营受疫情防控影响相对更大。分板块看，酒店业务板块 21H1 收入 29.34 亿元，亏损 0.06 亿主要受到一季度就地过年防疫政策和北京两会、建党节旅行管制影响。单 Q2 收入 17.81 亿元、利润 2.73 亿元；其中子公司如家集团 21H1 收入 26.6 亿元，利润 0.53 亿元；21H1 收入景区板块收入 2.10 亿元，利润 1.04 亿元。酒店业务分模式看，21Q2 酒店运营（直营）收入 13.31 亿元，较 19Q2 下降 16%；酒店管理（加盟）收入 4.49 亿元，较 19Q2 增长 20%，整个上半年加盟收入占比达 25%，较 19H1 提高 5.5pct，盈利能力稳定性有望持续增强。

收入复苏、降本增效，Q2 盈利能力已基本恢复至 2019 年同期。21H1 毛利率为 28.0%/+46.0pct yoy，销售费用率 5.1%/+1.7pct yoy，管理费用率 10.8%/-4.8pct yoy，财务费用率 8.5%/+6.5pct yoy。21Q2 单季度毛利率 38.7%/+38.2pct yoy，销售费用率 4.9%/-3.3pct yoy，管理费用率 9.1%/+2.7pct yoy，财务费用率 7.4%/+6.2pct yoy。21H1 财务费用大幅增长主要由于本期执行的新租赁准则确认租赁负债利息支出 2.13 亿元（原准则下按租赁费确认计入营业成本）。由于 2019-20 年租赁费会计口径变化较大，综合看净利率 21Q2 为 13.6%，较 19Q2 仅下降 1pct，二季度盈利能力恢复良好。

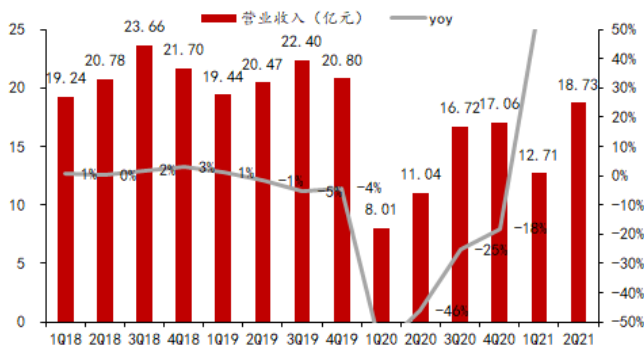
开店步伐加快，储备门店数量创新高，云品牌加速渗透下沉市场。Q2 新开店 324 家酒店，上半年合计新开店 508 家，较 20H1 的 250 家有翻倍增长，单 21Q2 新开门店显著增长至 324 家。截至 21Q2 储备门店环比增加 192 家达到 1599 家，创历史新高，其中中高端数量占比 40%。考虑到下半年为开店高峰期和储备门店创新高，若不发生严重疫情，我们认为全年 1400-1600 家的开店目标完成概率较大。新开店结构上，Q2 新开轻管理酒店（云酒店+华驿）200 家为增长主要驱动力，向低线城市渗透；若不考虑轻管理和输出酒店，21H1 新开业经济型和中高端合计 165 家/+34% yoy，其中 7 成为中高端酒店。下半年公司将继续扩充开发团队，强化区域拓展、省域深耕，全面推进“全系列多品牌”，进一步加快开店步伐。

品牌与产品升级塑造年轻化时尚化形象，中高端收入贡献比达 46%亦创新高。公司秉持产品为王的理念，持续打造以璞隐、逸扉、Yunik、如家精选等年轻化时尚化品牌，成立首旅安诺酒店管理公司发展高端和奢华酒店，并引入前雅高中华区发展总经理刘晨军任 CEO。截至 21Q2 已开业酒店中，中高端酒店数量占比提升至 24%、房间数量占比提升至 31%，21Q2 酒店收入来自中高端产品的占比达 46%/+2pct qoq，创历史新高。存量终端的改造升级也在稳步推进，21H1 公司投入门店改造升级的资本开支达 2.1 亿元/+85% yoy，如家品牌酒店已有超过 38%的门店完成向 NEO 3.0 升级。

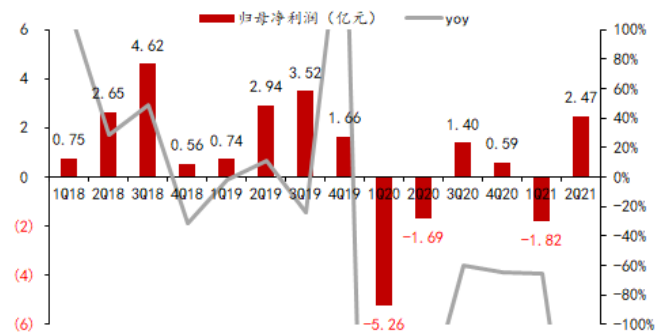
Q2 同店恢复程度为疫情以来最高，会员生态建设持续推进。21Q2 综合 OCC 恢复至 71.9%/+16.8pct yoy，较 19Q2 下降 8.2pct；综合 ADR 为 206 元/+38.5% yoy，由于中高端酒店占比提升较 19Q2 提高 1.9%；综合 RevPAR 达 148 元/+80.6% yoy，恢复至 19Q2 的 91.5%。7 月 RevPAR 已恢复至 19 年同期的 97%，南京疫情前一周恢复至 19

年同期的 105%。进一步看开业 30 个月以上成熟门店，21Q2 综合 OCC 为 73.5%/较 19Q2 下降 7.5pct，ADR 为 203 元/较 19Q2 下降 0.6%，RevPAR 为 150 元/恢复至 19Q2 的 90%。截至 21 年 6 月，公司注册会员数量达 1.29 亿/+7% yoy，并于 3 月份推出业内首创的全新生活权益会员卡，将住宿权益拓展到吃喝玩乐、出行等领域，增强用户粘性。

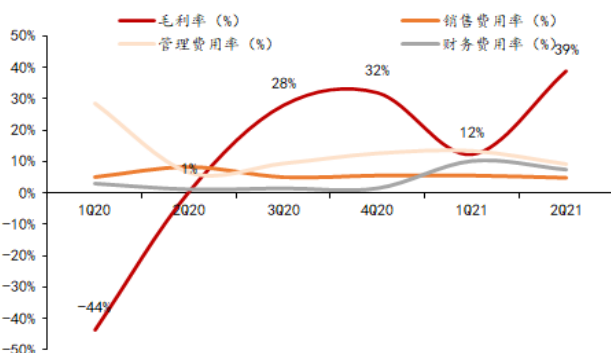
环球影城开园和冬奥会或带来带动北京及周边旅游需求。北京环球影城将于 9 月 1 日试运行，一期年游客设计接待量达 1200-1500 万人次，景区内两家酒店环球影城大酒店和诺金度假酒店的管理方为凯燕国际，凯燕国际由首旅集团控股 50%，集团承诺将于 2022 年 12 月 31 日前将凯燕国际注入上市公司体内。虽然短期对公司经营业绩无直接贡献，但参考 2016 年上海迪士尼开园，环球影城有望带动北京 Q4 旅游需求。进一步看北京冬奥会将于 2022 年 2 月举办，亦将显著带动北京当地及周边游客增长，公司北京地区客房数量占客房总数的 7%且房价较高、直营占比高，后续经营有望受益游客数量增长。

图 1：公司单季度营收及同比增速


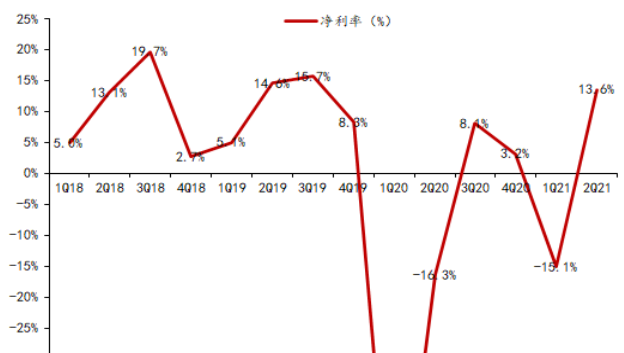
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 2：公司单季度归母净利润及同比增速


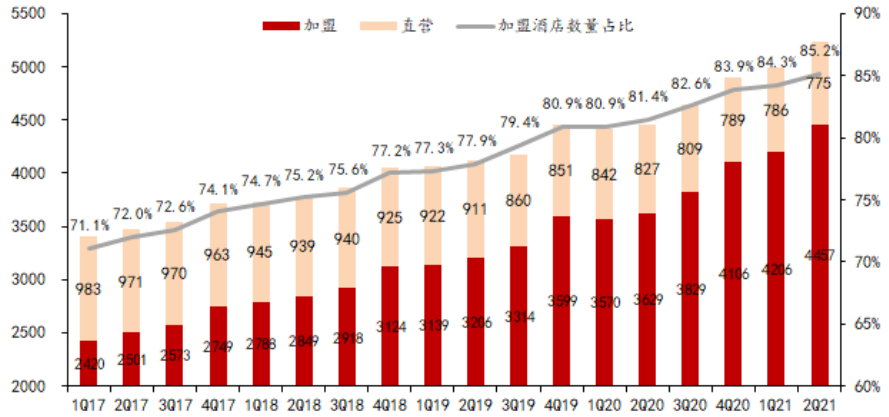
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 3：公司单季度毛利率和费用率变化


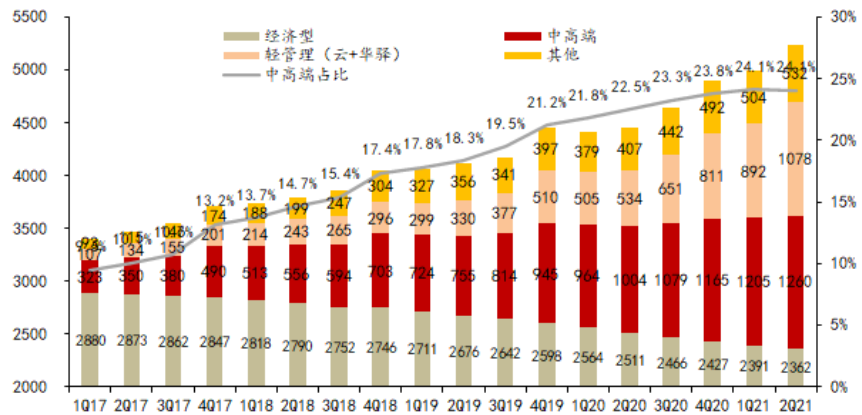
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 4：公司单季度净利率变化


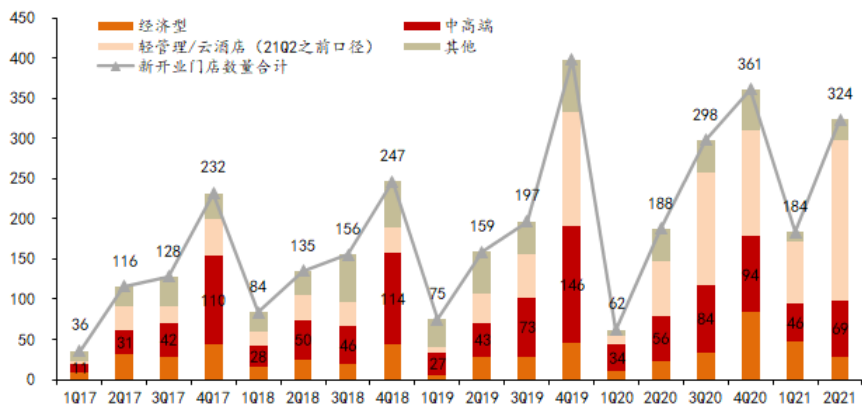
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 5：公司已开业加盟和直营酒店数量（单位：家）


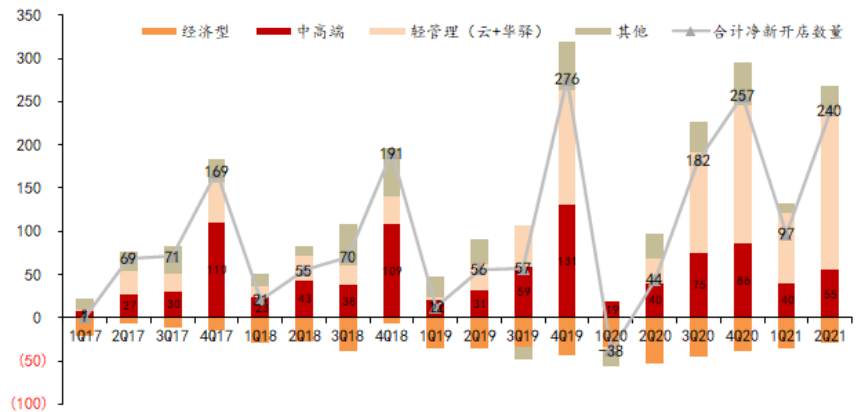
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 6：公司已开业的不同品牌酒店数量（单位：家）


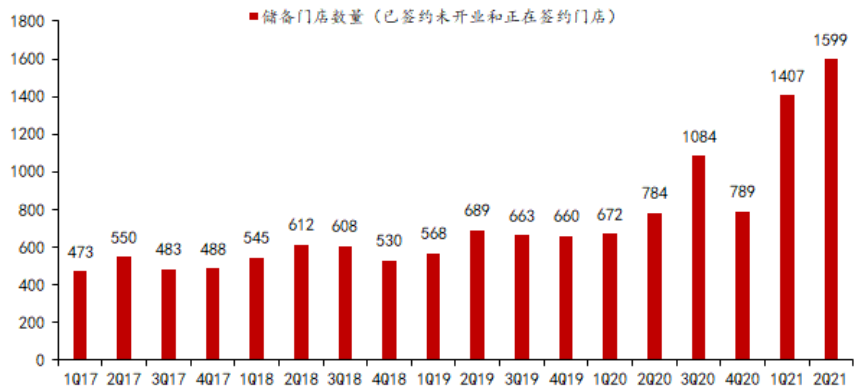
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 7：公司单季度新开业门店数量及结构


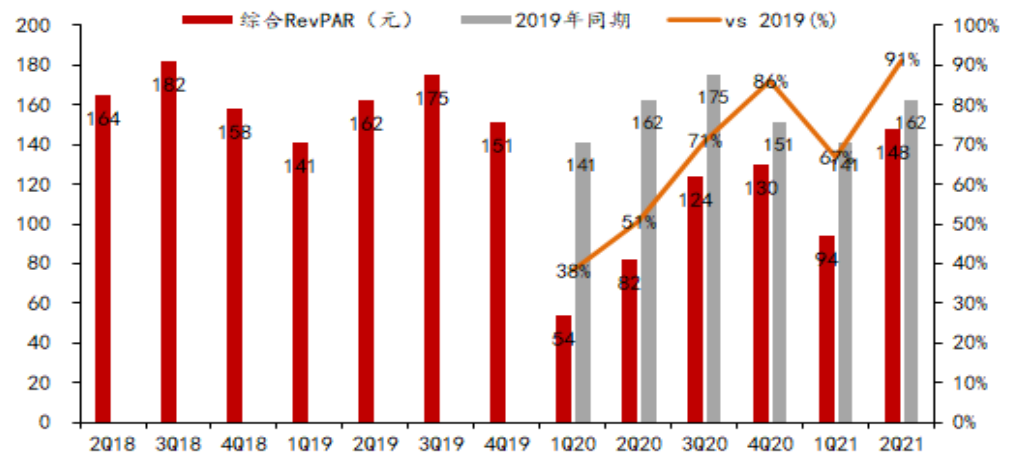
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 8：公司单季度净新增门店数量及结构


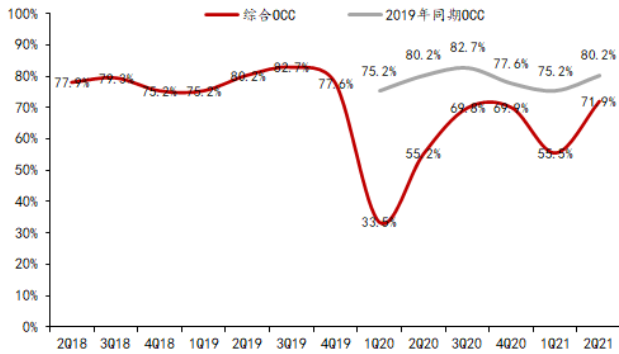
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 9：公司储备门店数量（单位：家）


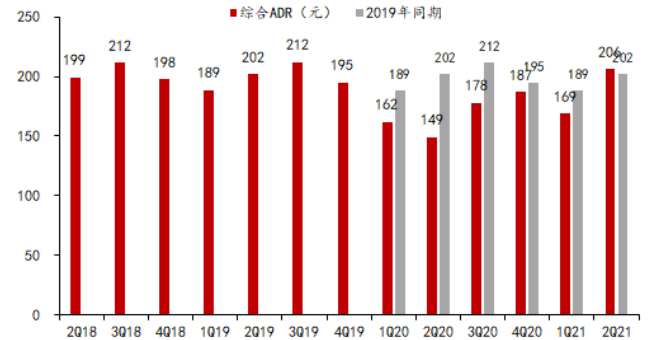
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 10：公司整体 RevPAR 以及与 2019 年同期对比


数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 11：公司整体入住率以及与 2019 年同期对比


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 12：公司整体平均房价以及与 2019 年同期对比


资料来源：公司公告、东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测假设主要调整如下：

- 1) 由于公司使用新收入准则和新租赁准则，职工薪酬、物业租金等支出项的会计处理发生变化，对酒店运营、酒店管理的毛利率、财务费用率进行调整。其中，新租赁准则下需对租赁负债计提利息费用（此前按租赁费计入营业成本），我们相应调高财务费用假设；
- 2) 由于三季度江苏等地疫情反复影响暑期旺季旅游需求，而经营成本相对固定，因此我们下调 2021 年收入、毛利率预测；
- 3) 公司加盟店开店步伐加快，高毛利的加盟收入（酒店管理）占比将持续提升，同时新租赁准则下部分租金成本计入财务费用，我们调高 2022-23 年的综合毛利率预测；

综上，由于局部疫情对三季度出行需求影响较大，我们调整 2021-23 年 EPS 预测为 0.43/1.11/1.61 元（调整前为 0.81/1.16/1.41 元）。

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
费用率假设						
销售费用率	5.50%	5.50%	5.50%	5.06%	4.87%	4.76%
变动幅度				-0.4%	-0.6%	-0.7%
管理费用率	11.20%	11.00%	11.00%	10.34%	9.48%	9.04%
变动幅度				-0.9%	-1.5%	-2.0%
财务费用率	1.85%	1.35%	1.03%	7.6%	6.2%	5.4%
变动幅度				5.7%	4.9%	4.4%
分产品盈利预测						
酒店运营						
销售收入	4,920	5,711	6,194	4,805	5,302	5,698
变动幅度				-2.3%	-7.2%	-8.0%

毛利率	1.50%	1.90%	1.90%	12.02%	16.49%	18.79%
变动幅度				10.5%	14.6%	16.9%
酒店管理						
销售收入	2,229	2,663	3,148	1,742	2,577	3,267
变动幅度				-21.9%	-3.2%	3.8%
毛利率	99.00%	100.00%	100.00%	79.58%	82.79%	83.44%
变动幅度				-19.4%	-17.2%	-16.6%
景区						
销售收入	399	599	629	401	441	463
变动幅度				0.5%	-26.3%	-26.3%
毛利率	75.00%	90.00%	90.00%	70.0%	70.0%	70.0%
变动幅度				-5.0%	-20.0%	-20.0%
合计	7,548	8,973	9,971	6,948	8,321	9,428
变动幅度				-8.0%	-7.3%	-5.5%
综合毛利率	34.18%	36.90%	38.43%	32.31%	39.87%	43.71%
变动幅度				-1.9%	3.0%	5.3%

数据来源：东方证券研究所

表 2：主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入	7,548	8,973	9,971	6,948	8,321	9,428
变动幅度				-8.0%	-7.3%	-5.5%
营业利润	1,190	1,709	2,079	635	1,590	2,291
变动幅度				-46.6%	-7.0%	10.2%
归属母公司净利润	798	1,146	1,393	422	1,100	1,585
变动幅度				-47.1%	-3.9%	13.8%
每股收益（元）	0.81	1.16	1.41	0.43	1.11	1.61
变动幅度				-47.1%	-3.9%	13.8%
毛利率(%)	34.2%	36.9%	38.4%	32.31%	39.87%	43.71%
变动幅度				-1.9%	3.0%	5.3%
净利率(%)	10.6%	12.8%	14.0%	6.07%	13.23%	16.81%
变动幅度				-4.5%	0.5%	2.8%

数据来源：东方证券研究所

表 3：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2021/9/16	每股收益 (元)				市盈率			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
锦江酒店	600754	41.79	0.10	0.57	1.45	1.92	419.51	73.56	28.74	21.75
岭南控股	000524	6.93	-0.36	0.24	0.38	0.52	-19.31	28.40	18.33	13.30
中青旅	600138	10.35	-0.32	0.34	0.69	0.89	-32.28	30.58	14.93	11.57
华住集团	1179.HK	36.15		0.42	0.93	1.18		87.76	39.91	31.51
平均								53	24	18

数据来源：wind，东方证券研究所

投资建议

由于局部疫情对三季度出行需求影响较大，我们调整公司 2021-23 年 EPS 预测为 0.43/1.11/1.61 元（调整前为 0.81/1.16/1.41 元）。虽然疫情对公司短期业绩形成扰动但我们认为，成长性角度看，公司“发展为先”战略明确执行力强，逆势开店逻辑正在逐步得到验证，同时拟不超过 30 亿元定增，募资完成后将进一步加速扩店和推动产品升级；周期角度看，公司直营占比较高因此周期向上时业绩弹性更大，有望在供给集中度提升和需求复苏中迎来双击。考虑到疫情反复对公司和酒店行业今年业绩仍有较大扰动，我们采用可比公司 2022 年 24 倍估值对公司估值，对应目标价 26.74 元，维持“买入”评级。

风险提示

疫情反弹程度超预期；开店进度不及预期；居民消费需求不及预期

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,777	1,375	2,755	3,340	5,710	营业收入	8,311	5,282	6,948	8,321	9,428
应收票据及应收账款	189	187	202	268	289	营业成本	525	4,615	4,703	5,004	5,307
预付账款	175	150	163	203	240	营业税金及附加	56	34	49	58	66
存货	48	41	237	148	212	营业费用	5,402	310	351	405	449
其他	352	604	796	685	736	管理费用及研发费用	1,036	712	763	843	913
流动资产合计	2,542	2,357	4,153	4,643	7,187	财务费用	122	90	526	517	511
长期股权投资	446	392	392	371	371	资产减值损失	25	167	38	46	52
固定资产	2,390	2,230	2,335	2,349	2,277	公允价值变动收益	(16)	9	7	8	9
在建工程	169	198	201	198	196	投资净收益	36	(9)	35	42	47
无形资产	3,791	3,665	3,554	3,443	3,332	其他	109	79	76	92	104
其他	7,771	7,790	16,316	15,726	15,187	营业利润	1,274	(568)	635	1,590	2,291
非流动资产合计	14,568	14,275	22,798	22,087	21,362	营业外收入	9	20	8	9	10
资产总计	17,110	16,633	26,951	26,730	28,549	营业外支出	6	38	6	7	8
短期借款	234	600	600	600	600	利润总额	1,277	(585)	637	1,592	2,293
应付票据及应付账款	129	121	642	407	578	所得税	358	(54)	198	446	642
其他	3,505	4,173	13,488	12,386	12,435	净利润	919	(531)	440	1,146	1,651
流动负债合计	3,869	4,894	14,729	13,393	13,612	少数股东损益	34	(35)	18	46	66
长期借款	1,793	1,028	1,028	1,028	1,028	归属于母公司净利润	885	(496)	422	1,100	1,585
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.90	-0.50	0.43	1.11	1.61
其他	2,151	2,075	2,080	2,081	2,082	主要财务比率					
非流动负债合计	3,944	3,103	3,108	3,109	3,110		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	7,813	7,997	17,837	16,502	16,723	成长能力					
少数股东权益	350	255	273	319	385	营业收入	-2.7%	-36.4%	31.5%	19.8%	13.3%
股本	988	988	988	988	988	营业利润	-0.5%	-144.5%	211.9%	150.3%	44.1%
资本公积	4,759	4,757	4,784	4,781	4,781	归属于母公司净利润	3.3%	-156.0%	185.1%	160.7%	44.1%
留存收益	3,200	2,647	3,069	4,141	5,673	获利能力					
其他	0	(12)	0	0	0	毛利率	93.7%	12.6%	32.3%	39.9%	43.7%
股东权益合计	9,297	8,635	9,114	10,229	11,827	净利率	10.6%	-9.4%	6.1%	13.2%	16.8%
负债和股东权益总计	17,110	16,633	26,951	26,730	28,549	ROE	10.3%	-5.7%	4.9%	11.7%	14.8%
现金流量表						ROIC	8.4%	-3.7%	6.7%	12.0%	15.0%
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	偿债能力					
净利润	919	(531)	440	1,146	1,651	资产负债率	45.7%	48.1%	66.2%	61.7%	58.6%
折旧摊销	752	712	978	1,066	1,153	净负债率	11.1%	14.4%	8.2%	0.0%	0.0%
财务费用	122	90	526	517	511	流动比率	0.66	0.48	0.28	0.35	0.53
投资损失	(36)	9	(35)	(42)	(47)	速动比率	0.64	0.47	0.27	0.34	0.51
营运资金变动	823	462	(268)	(179)	43	营运能力					
其它	(776)	(302)	(157)	147	89	应收账款周转率	38.0	26.7	33.8	33.5	32.0
经营活动现金流	1,804	440	1,484	2,655	3,400	存货周转率	10.6	103.8	33.9	26.0	29.5
资本支出	(118)	320	(531)	(522)	(522)	总资产周转率	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
长期投资	(93)	54	(0)	22	0	每股指标(元)					
其他	(54)	(1,056)	42	50	57	每股收益	0.90	-0.50	0.43	1.11	1.61
投资活动现金流	(264)	(682)	(490)	(450)	(465)	每股经营现金流	1.83	0.45	1.50	2.69	3.44
债权融资	(713)	(544)	886	(1,072)	(0)	每股净资产	9.06	8.49	8.96	10.04	11.59
股权融资	14	(2)	27	(3)	0	估值比率					
其他	(99)	373	(526)	(545)	(564)	市盈率	27.0	-48.2	56.6	21.7	15.1
筹资活动现金流	(798)	(173)	387	(1,620)	(564)	市净率	2.7	2.9	2.7	2.4	2.1
汇率变动影响	1	(6)	-0	-0	-0	EV/EBITDA	12.0	110.5	12.1	8.1	6.5
现金净增加额	743	(421)	1,380	585	2,370	EV/EBIT	18.5	-54.0	22.2	12.3	9.2

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn