

差异化竞争的头部酒管集团

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 格林维持较高的展店节奏, 当前储备店超过 1200 家, 预计 2023 年开业 6720 家, 对应 2020-2023 年 CAGR 为 16%。2) 未来公司仍以中端品牌格林豪泰为核心, 同时加大在中高端以及奢华品牌的投入, 当前中高端与奢华品牌占比不到 10%, 预计到 2025 年可达 20%; 酒店行业连锁化下沉, 公司酒店在低线城市分布占比 60%, 在低线城市有丰富的运营与管理经验, 具有比较优势。3) 格林酒店 3700W 付费会员是模式跑通的重要底盘, 付费制有效提高会员粘性, 同时有助于有效平抑需求周期波动, 叠加公司高达 99% 的加盟占比, 公司具有较高的经营确定性。
- **国内领先特许经营酒管集团, 定位中端商务市场, 轻资产模式扩张, 业绩稳定增长。** 创始人徐曙光海外创业经验丰富, 毅然回国进军国内酒店市场, 于 2004 年创立格林酒店。截至 21Q1, 格林旗下拥有 15+ 品牌, 开业酒店数逾 4400 家, 房间数超 32 万间。公司以特许经营管理模式为主, 加盟酒店数量占比已超 99%。从经营业绩来看, 加盟贡献七成以上营收, 2020 年受疫情影响, 营收和净利润有所下滑, 但好于同行业水平; 从经营指标来看, 格林酒店 OCC 保持在 80% 左右, ADR 处于 150-200 区间, RevPAR 低于 140 元。
- **差异化的竞争策略。** ① 付费制是公司盈利模式跑通的基本盘。截止 21Q1, 公司个人会员共计 5900 万, 企业会员共计 171 万, 其中有近六成成为付费会员; ② 公司直销占比超过 90%; ③ 定位大众消费群体, 格林豪泰是核心品牌: 格林豪泰品牌在公司占比接近五成, 中端品牌合计占比 64%, 公司向中高端投入资源, 预计 2025 年中高端品牌占比可达 20%; ④ 更高的投资回报, 更低的收费标准: 格林酒店投资回报在 3-5 年, 公司打包收费在营业收入的 6-7.5%, 大幅低于同行水平, 同时也争取了更多加盟商, 酒店管理集团做的是 B2B2C 的生意, 品牌建设与管理商经营一样重要。
- **酒店行业供给加速出清, 连锁化率继续提升, 份额向头部集中。** 从总量上看, 住宿业酒店规模从 2019 年的 61 万座锐减至 2020 年 45 万座(-26%), 以客房计连锁化率从 2019 年 26% 提升到 31%, 酒店行业出清, 标准化程度提升。2020 年一线城市连锁化率达到 51%, 二线以下城市连锁化率 24%, 未来酒店行业渗透率提升依赖于连锁酒店集团在低线城市的下沉。Top50 酒店在全行业按客房数计份额占比从 17% 提升到 23%; 酒店集团 CR4 从 12.3% 提升到 13%。
- **盈利预测与评级:** 格林酒店历史 PE 中枢为 27, 标准差为 7。格林酒店是国内 TOP4 酒管集团, 龙头公司将充分受益于国内酒店行业出清、标准化程度提升的大趋势; 格林在低线市场积累的加盟商资源以及运营经验在连锁化下沉的背景下具备比较优势。我们预测到 2022 年公司盈利可达 4.64 亿元人民币, 给予 15 倍目标 PE, 对应市值 70 亿人民币, 按 12% 折现率计算到 2021 年目标市值为 62 亿人民币/9.6 亿美元 (汇率取 6.45), 对应美股目标价为 9.35 美元, 首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下滑、疫情反复、酒店安全运营风险。

指标/年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元人民币)	1091.79	930.01	1199.80	1485.71	1887.43
增长率	15.53%	-14.82%	29.01%	23.83%	27.04%
归属母公司净利润(百万元人民币)	442.72	261.34	358.14	464.29	637.19
增长率	12.34%	-40.97%	37.04%	29.64%	37.24%
每股收益 EPS	4.30	2.54	3.48	5.1	6.18
净资产收益率	23.79%	12.43%	14.55%	15.87%	17.89%
PE	12.37	20.96	15.29	11.80	8.60

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 陈照林
执业证号: S1250518110001
电话: 13916801840
邮箱: chzhl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(美元)	7.7-16.5
3 个月平均成交量(百万)	12.85
流通股数(亿)	1.03
市值(亿美元)	8.4

相关研究

目 录

1 格林酒店：管理优秀的国内头部酒管集团	1
2 差异化的竞争策略	4
2.1 付费制提升客户粘性，直销占比高.....	4
2.2 产品矩阵以中端为主，未来加速中高端布局.....	5
2.3 加盟商投资回报可观.....	6
3 酒店行业：供给加速出清，连锁化率大幅提升	6
4 盈利预测与估值	10
4.1 盈利预测.....	10
4.2 相对估值.....	10
5 风险提示	11

图 目 录

图 1: 格林酒店股权结构	1
图 2: 格林酒店分布图	1
图 3: 格林酒店历史发展进程图	2
图 4: 格林酒店规模 (座)	3
图 5: 格林酒店客房数 (套)	3
图 6: 格林酒店营业收入 (百万元)	3
图 7: 格林酒店净利润 (百万元)	3
图 8: 格林酒店 OCC (%)	3
图 9: 格林酒店 ADR (元)	3
图 10: 格林酒店 RevPAR (元)	4
图 11: 18-21Q1 公司个人会员数 (百万)	4
图 12: 18-21Q1 公司企业会员数 (千)	4
图 13: 格林酒店品牌矩阵信息	5
图 14: 大住宿业规模按酒店数计 (座)	6
图 15: 大住宿业规模按客房数数计 (间)	6
图 16: 酒店业连锁化程度按酒店数计 (万座)	7
图 17: 酒店业连锁化程度按客房数计 (间)	7
图 18: 连锁化率按城市划分	7
图 19: 连锁化率按档次划分	7
图 20: 开业门店数-三大头部集团依然维持扩张节奏 (单位: 座)	8
图 21: 全球酒店按档次划分市场份额	9
图 22: 中国酒店按档次划分市场份额	9
图 23: 中端酒店规模 (座)	9
图 24: 经济型酒店与中端酒店客房数 (套)	9
图 25: 2018 至今格林酒店 PE/Band	11

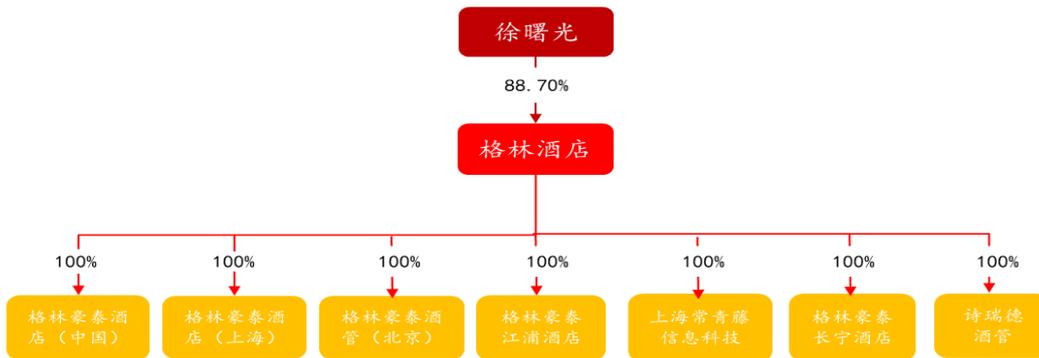
表 目 录

表 1: 创始人徐曙光履历	2
表 2: 21Q1 格林酒店旗下酒店 (按品牌划分: 座)	5
表 3: 格林酒店盈利预测	10
表 4: 可比公司估值	11
表 5: 2018 至今格林酒店 PE 数据	11
附: 财务报表	12

1 格林酒店：管理优秀的国内头部酒管集团

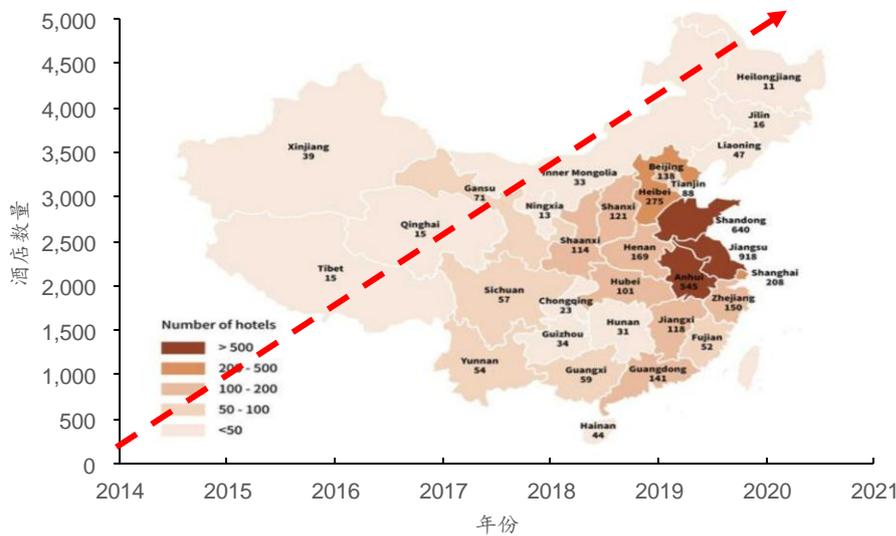
中国领先的特许经营酒店管理集团，定位中端商务市场。格林酒店（GHC）于2004年创立，旗下拥有格林东方、格林豪泰、格美、雅阁、奥斯特、贝壳、都市118等15+品牌，覆盖经济型、中端、中高端及高端酒店市场，以中端品牌为核心，遍布中国350+城市。截至2021Q1，公司已开业酒店数量为4464座，加盟占比超99%，房间数为323648间，位居2020年全国酒店TOP10。

图1：格林酒店股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图2：格林酒店分布图



数据来源：公司公告，西南证券整理

美籍华人创始人在红海独辟一汪蔚蓝。创始人徐曙光毕业于美国南加州大学，在美创业经历丰富，涉及房产、酒店、医疗等多个行业。2003年因一次偶然机会，徐曙光开始关注中国酒店业。2004年，地产泡沫严重化趋势开始出现，而国内正值经济型酒店爆发前期，徐曙光果断出售部分在美的地产投资项目，携多家美国公司创立格林豪泰酒店，进军中国酒店市场。

表 1: 创始人徐曙光履历

时间	事件
1984	北京工业学院毕业, 进入国家航天实验室工作
1987-1990	美国南加州大学毕业
1990-1993	任世界 500 强美国百货连锁企业百老汇控股公司财务经理和信息经理
1994-1995	任美国最大娱乐房地产投资基金公司 SantaAnita 财务总监
1995-1997	任美国统一投资公司首席运营官
1997-至今	创办并任美国太平洋之家 APH (社区开发公司) 董事长
2004-至今	创办格林酒店集团, 任董事长兼总裁
2017 年	创立涵盖酒店、餐饮、旅游休闲、互联网科技等不同业务领域的多元化管理集团: 格美集团

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

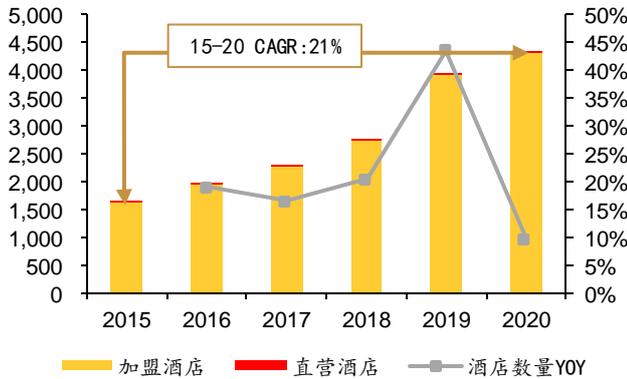
蛰伏 10 年在美上市, 收购雅阁都市扩大版图。2004 年创立的格林酒店上市计划因金融危机而搁浅; 2014 年 3 月, 格林酒店在纽交所上市, 成为继 7 天、如家、汉庭之后第 4 家海外上市连锁酒店集团。随后, 其相继收购雅阁和都市酒店集团, 实现品牌矩阵和酒店布局的互补。

图 3: 格林酒店历史发展进程图


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

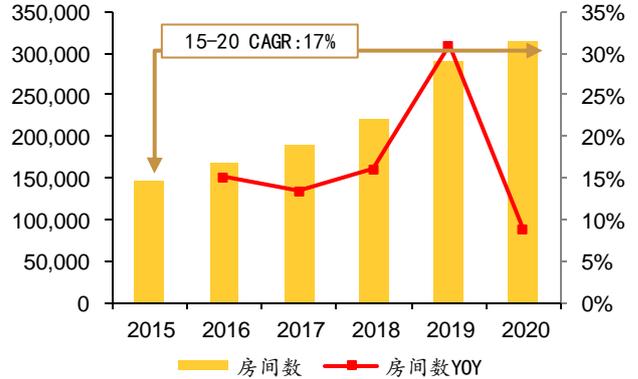
轻资产“跑马圈地”弱化周期, 营收稳定增长。格林酒店初以自营打磨产品并试水加盟, 经过几年亏损后转变为纯加盟制酒店集团, 其加盟占比已超 99%。从酒店规模来看, 2020 年酒店数量和房间数分别为 4340 座和 315335 间, 15-20 年复合增长率分别为 21%和 17%; 从经营业绩来看, 加盟贡献大部分营收, 2020 年受疫情影响, 营收和净利润有所下滑, 分别为 -14.82%和 -44.10%; 从经营指标来看, 格林酒店 OCC 保持在 80%左右, ADR 处于 150~200 区间, RevPAR 低于 140 元。

图 4：格林酒店规模（座）



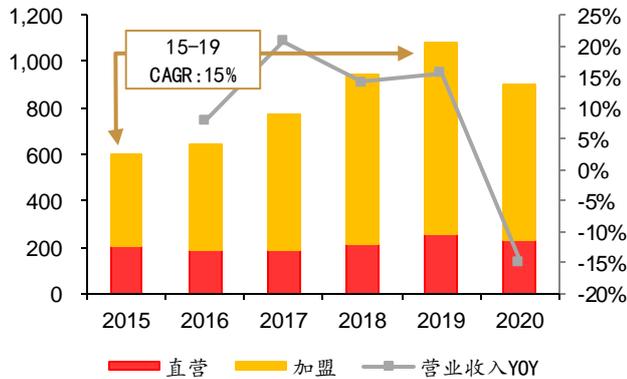
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：格林酒店客房数（套）



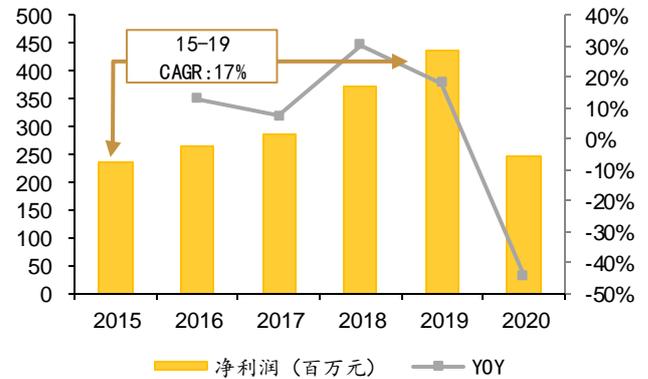
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：格林酒店营业收入（百万元）



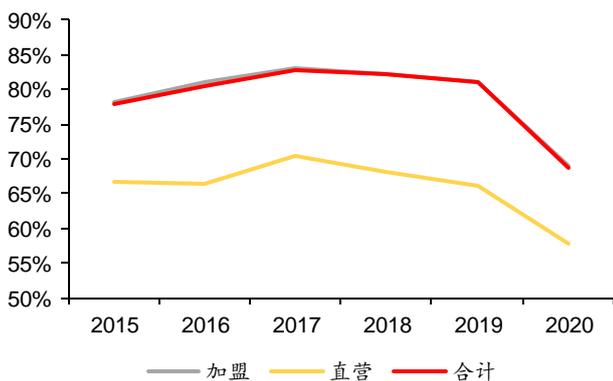
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：格林酒店净利润（百万元）



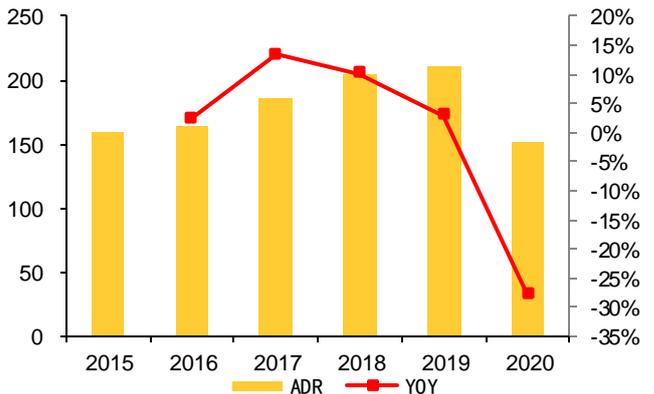
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：格林酒店 OCC (%)

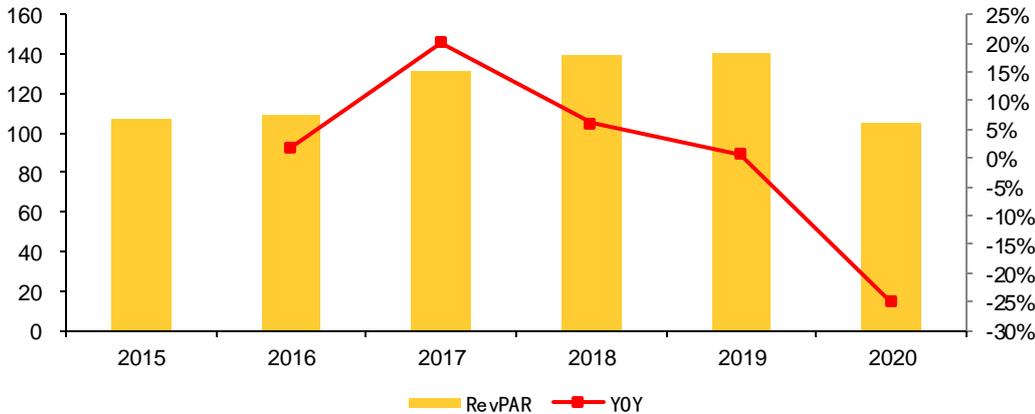


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：格林酒店 ADR (元)



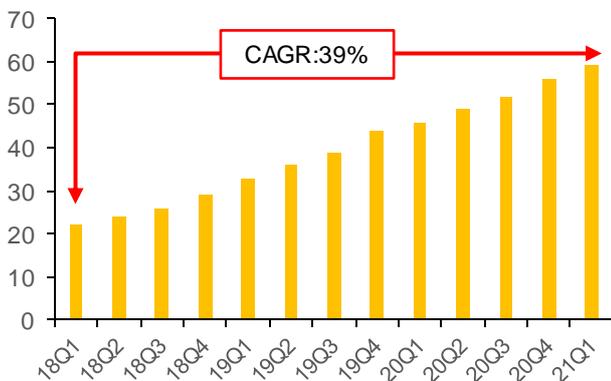
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10: 格林酒店 RevPAR (元)


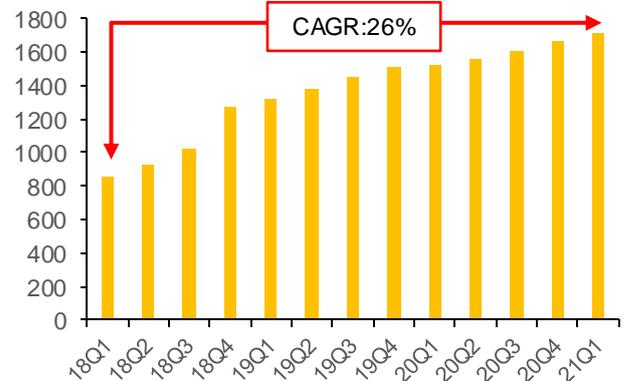
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 差异化的竞争策略

2.1 付费制提升客户粘性, 直销占比高

图 11: 18-21Q1 公司个人会员数 (百万)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 12: 18-21Q1 公司企业会员数 (千)


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

会员付费制是公司盈利模式跑通的基本盘。截止 21Q1, 公司个人会员共计 5900 万, 企业会员共计 171 万。相比较于其他头部公司亿人级别的会员体量, 公司在绝对数量上没有优势, 但是会员构成中, 有近六成为付费会员。通常而言, 连锁酒店的客户粘性一般, 尤其会员体系建设难以将公域流量转化为有效的私域流量, 但是付费制有效的扭转了这一局面。

精准定位客群, 直销比重高。格林的目标用户定位在大众消费的商业客人, 这部分客人的画像以中小企业雇员为主, 从微观消费行为上看, 格林的目标客户大多数住宿需求发生在固定的中小城市。截止 21Q1, 公司间夜销售中, 有 80% 来自于会员体系, 有 12% 来自于散客, 剩余 7-8% 来自于 OTA, 公司差异化的客群定位以及付费会员体系有效提高直销比例。

2.2 产品矩阵以中端为主，未来加速中高端布局

图 13：格林酒店品牌矩阵信息



数据来源：公司公告，西南证券整理

格林豪泰是公司的主力品牌。截止 21Q1，格林豪泰开业店数 2177 家，在公司产品矩阵中占比 49%，中端品牌整体占比 64%。客群定位以及市场定位决定了格林豪泰品牌在相当长时间内是格林酒店的核心产品，而 150-400 元的价格带也是住宿消费的主力军。

公司将向中高端投入更多资源，预计 2025 年中高端占比 20%。截止 21Q1，中高端品牌酒店合计占比不超过 9%，公司在中高端品牌发展做了很多努力，格林东方是中高端的核心产品，格美，格雅，格菲是公司孵化的新品牌，未来作为公司中高端标准化样本，有较高的可复制性。

表 2：21Q1 格林酒店旗下酒店（按品牌划分：座）

	酒店数量		房间数量	
	20Q1	21Q1	20Q1	21Q1
高端	20	26	4,607	5,337
雅阁酒店	20	26	4,607	5,337
中高端	272	387	24,595	35,203
格林东方	109	162	11,649	17,136
无眠酒店	2	4	161	286
格美酒店	28	38	2,517	3,499
格雅酒店	26	45	2,165	3,847
格菲酒店	22	40	1,766	3,309
雅阁澳斯特	10	12	1,287	1,589
城市花园	75	86	5,050	5,537
中端	2,582	2,864	211,155	229,314
格林豪泰	2,027	2,177	172,385	181,964
格盟酒店	315	430	4,231	31,617
格林公寓	10	15	438	1,031

	酒店数量		房间数量	
	20Q1	21Q1	20Q1	21Q1
Vatica	122	122	8,937	8,859
都市 118 精选	108	120	5,164	5,843
经济型	1,124	1,187	52,359	53,794
贝壳酒店	555	634	24,215	27,512
都市 118	569	553	28,144	26,282
合计	3,998	4,464	292,716	323,648

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 加盟商投资回报可观

更稳健的投资回报是公司赢得加盟商的关键。酒店行业本质上是 B2B2C 的行业，从酒管集团的视角，B 端加盟商的投资回报是盈利模型设计需要考虑的关键因素。公司整体投资回报期在 4-5 年，一方面来源于公司较低的单房装修成本，其中中高端单房成本在 8-12 万，中端以及经济型装修成本在 4-8 万，另一方面来源于公司相对较低的 take rate，公司打包费率在 6.5-7%。

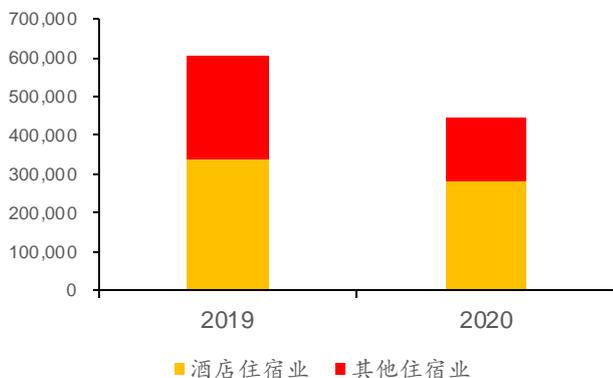
酒店行业究其本质在单店层面是经营空间，在集团层面是经营模型。在下沉的大趋势下，B 端的经营能力相比较而言更为重要，更高的投资回报是加盟商考虑品牌的首要因素，更友好的协议也是合作得以持续的关键。

3 酒店行业：供给加速出清，连锁化率大幅提升

结构优化与模型升级大背景之下，头部公司加速逆势扩张。

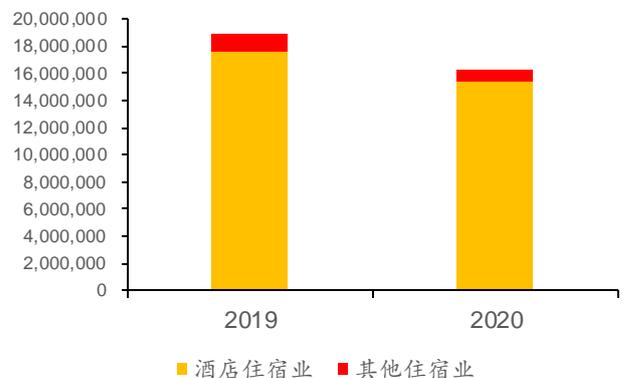
疫情助推大住宿业结构优化。从总量上看，住宿业酒店规模从 2019 年的 61 万座锐减至 2020 年 45 万座(-26%)，按客房计算，规模从 19 年的 1892 万间缩减至 20 年 1620 万间(-14%)。从酒店数来看，减少最多的为 15 间以下客房的小微设施，2020 年减少 10.2 万家；从客房数来看，减少最多的为经济型酒店，合计减少 207.2 万间，而高档酒店客房增长 2.3 万间。

图 14：大住宿业规模按酒店数计（座）



数据来源：盈蝶，西南证券整理

图 15：大住宿业规模按客房数计（间）



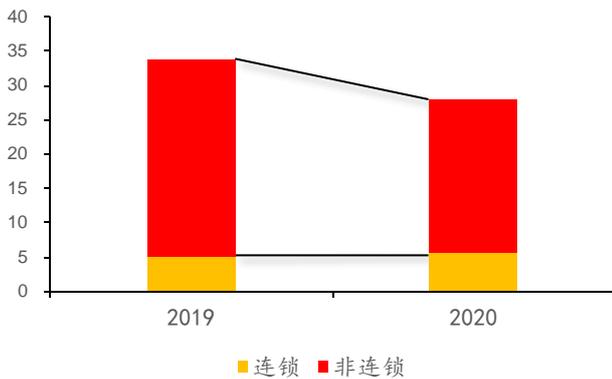
数据来源：盈蝶，西南证券整理

疫情加速单体酒店出清，连锁化率进一步提升。以客房计连锁化率从 2019 年 26% 提升到 31%，大量出清的小微住宿设施与疫情期间逆势扩张的连锁酒店共同作用提升连锁化渗透率。

连锁化率仍有上升空间，未来看点在低线城市。2020 年一线城市连锁化率达到 51% 的历史高水平，依然低于美国 70% 以上的连锁化率；二线以下城市连锁化率 24%，未来酒店行业渗透率提升依赖于连锁酒店集团在低线城市的下沉。

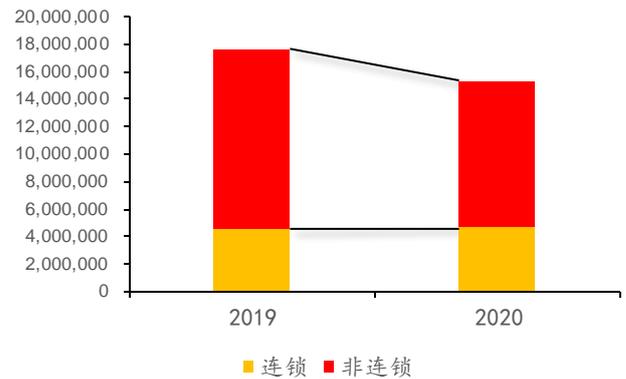
连锁化率提升的逻辑在于下沉市场消费升级与酒店品牌核心价值塑造。最终决定我国酒店连锁化率水平的，从地理空间上看在于连锁品牌在二线以下城市的渗透，这是由规模决定的。但是复盘全球酒店连锁化进程，我们总结高连锁化率的国家有如下特征：①高人均收入②自身酒店品牌力较强，有品牌输出或者出海的强劲实力③是出行与观光大国。从如上特征来看，渗透率提升是长周期逻辑，当然我们也看到即使这种长逻辑也能被诸如疫情这样的黑天鹅所加速推动。所以危机是酒店业或者说酒店龙头企业最好的成长机会，如同雅高在海湾战争期间加速扩张，同期四季收购丽晶一样。

图 16：酒店业连锁化程度按酒店数计（万座）



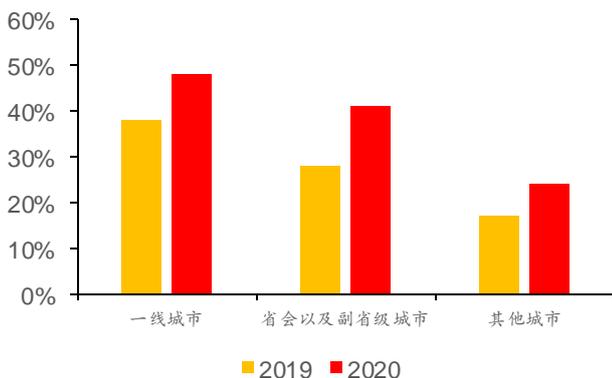
数据来源：盈蝶，西南证券整理

图 17：酒店业连锁化程度按客房数计（间）



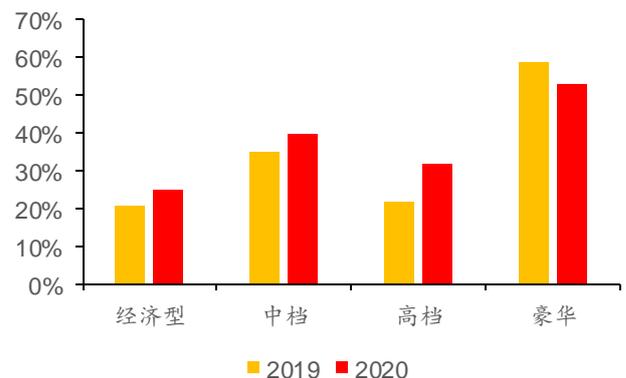
数据来源：盈蝶，西南证券整理

图 18：连锁化率按城市划分



数据来源：盈蝶，西南证券整理

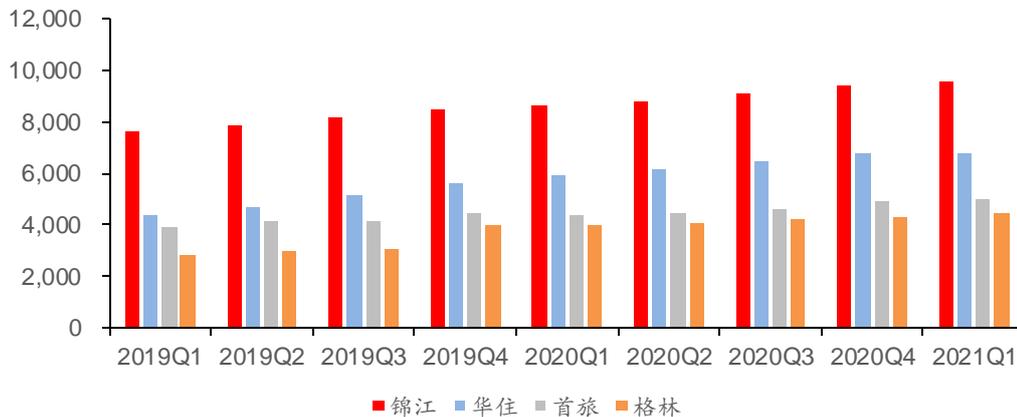
图 19：连锁化率按档次划分



数据来源：盈蝶，西南证券整理

份额持续向头部集中，龙头酒店疫情中逆势扩张。据盈蝶，2020年top50酒店集团客房数合计369万间，相比2019年增长46万间(+14.2%)。Top50酒店在全行业按客房数计份额占比从17%提升到23%；酒店集团CR4从12.3%提升到13%。锦江、华住、首旅与格林在疫情期间依然维持了较快的开店节奏。

图 20：开业门店数-三大头部集团依然维持扩张节奏（单位：座）

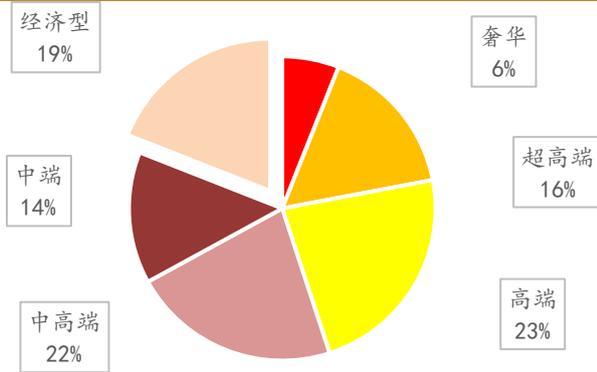


数据来源：公司公告，西南证券整理

疫情至今行业阶段性总结：龙头酒店最好的扩张时间窗口已经打开，住宿业结构优化升级的大周期来临。无论是连锁酒店渗透率加速提升还是行业集中度的提高，其实都是在佐证一个观点：危机对于中小酒店是危，但对于头部集团来说一定是最好的扩张机会。疫情加速行业出清，一方面削减了行业冗余并且相对无效的供给，对于未来供需关系形成支撑，另一方面核心地块的优质物业也到了抄底时间，与后金融危机时代酒店龙头的扩张同属一个逻辑，但这次不一样的是消费者行为被疫情推动产生深刻变革，对酒店业的安全以及卫生要求达到历史最高水平，品质更好，标准更高的连锁酒店在下沉市场拓店阻力骤降，品牌升级的自身以及外部逻辑变得更强。

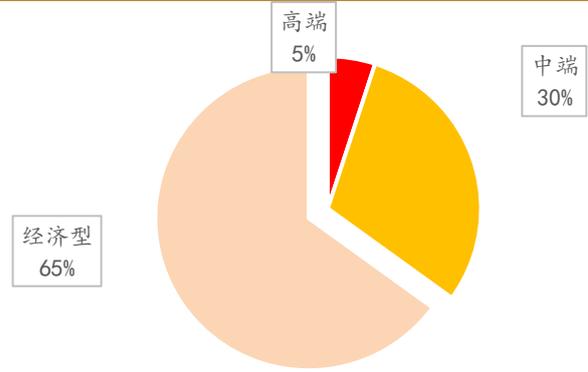
过去二十年酒店行业从“哑铃型”升级到“橄榄型”，中端酒店市场份额仍然有翻倍空间。中国酒店长期升级的趋势与国民收入以及消费水平提升正相关。而无论是02-12年经济型酒店的“黄金十年”，还是过去八年时间中端有限服务酒店的崛起，都是来源于供给与需求的共振，即①供给角度讲，原有的酒店盈利模型受制于酒店市场分层的价格天花板限制无以为继，进而催生具有更高价格段的盈利模型与酒店产品，从招待所到经济型再到中端酒店皆如此。②需求角度看，消费升级的大方向一直没变，消费者对酒店服务的需求日益多元，总体消费水平逐渐提升。动态来看，供给与需求呈现螺旋向上的特征，行业升级是不言自明的确定性方向。

图 21: 全球酒店按档次划分市场份额



数据来源: STR, 西南证券整理

图 22: 中国酒店按档次划分市场份额



数据来源: STR, 西南证券整理

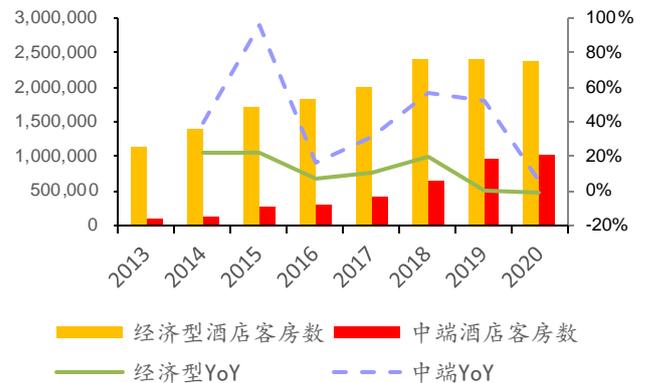
全球中高端酒店占比超过 70%，我国中高端酒店供给稍显不足。全球酒店行业按价格区间划分档次市场份额，经济型及以下占比不足 20%，中高端系列占比约 59%，而同期我国中端（含全球划分的中高端档次）酒店占比为 30%，我国人均收入水平逐渐向世界平均水平靠拢，未来将拥有全球最大的中产阶级群体，那么据此推演，我国未来酒店业也会发展为以中高端为市场核心供应的格局。

图 23: 中端酒店规模 (座)



数据来源: Wind, 盈蝶, 西南证券整理

图 24: 经济型酒店与中端酒店客房数 (套)



数据来源: Wind, 盈蝶, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

- 1) 2021~2023 开业酒店分别为 4896 (+13%)，5758 (+18%)，6720 (+17%)；
- 2) 2021~2023 直营店 RevPAR 为 115,122,129；加盟店 RevPAR 为 114,119,128。

表 3：格林酒店盈利预测

人民币：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营收合计	930.0	1,192.0	1,467.7	1,853.0
YoY	-14.8%	28.2%	23.1%	26.3%
直营收入	227.1	287.1	383.9	489.4
YoY	-10.4%	26.4%	33.7%	27.5%
加盟收入	677.5	874.9	1,046.9	1,318.6
YoY	-18.5%	29.1%	19.7%	26.0%
其他收入	25.5	30.0	37.0	45.0
YoY	262.2%	17.8%	23.3%	21.6%
成本合计	392.5	526	640	827
YoY	15.8%	34.0%	21.7%	29.2%
毛利	537.5	666.0	827.7	1,026.0
YoY	-28.6%	23.9%	24.3%	24.0%
毛利率	58%	56%	56%	55%

数据来源：公司公告，西南证券

4.2 相对估值

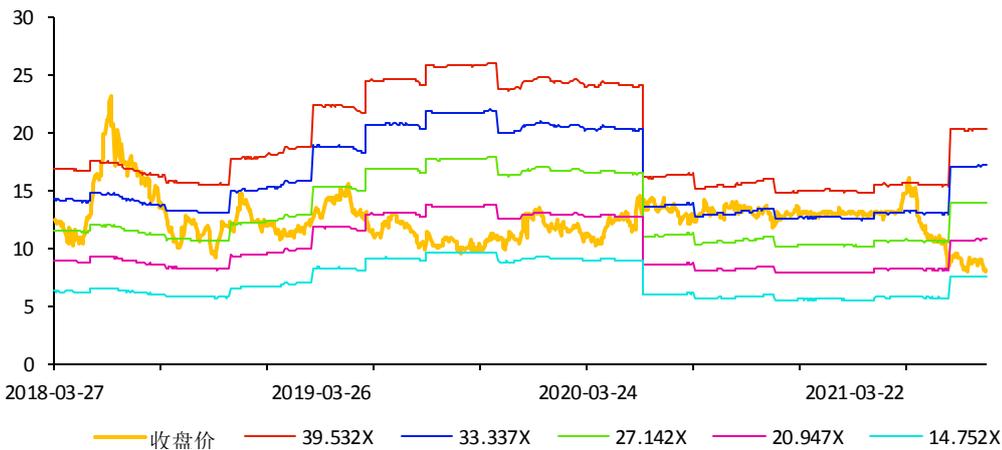
我们选取华住酒店、锦江酒店、首旅酒店作为可比公司。公司看点如下：1) 格林维持较高的展店节奏，当前储备店超过 1200 家，预计 2023 年开业 6720 家，对应 2020-2023 年 CAGR 为 16%。2) 未来公司仍以中端品牌格林豪泰为核心，同时加大在中高端以及奢华品牌的投入，当前中高端与奢华品牌占比不到 10%，预计到 2025 年可达 20%；酒店行业连锁化下沉，公司酒店在低线城市分布占比 60%，在低线城市有丰富的运营与管理经验，具有比较优势。3) 格林酒店 3700W 付费会员是公司模式跑通的重要底盘，付费制有效提高会员粘性，同时有助于有效平抑需求周期波动，叠加公司高达 99% 的加盟占比，公司具有较高的经营确定性。

格林酒店是国内 TOP4 酒管集团，龙头公司将充分受益于国内酒店行业出清、标准化程度提升的大趋势；格林在低线市场积累的加盟商资源以及运营经验在连锁化下沉的背景下具备比较优势。我们预测到 2022 年公司盈利可达 4.64 亿元人民币，给予 15 倍目标 PE，对应市值 70 亿人民币，按 12% 折现率计算到 2021 年目标市值为 62 亿人民币/9.6 亿美元（汇率取 6.45），对应美股目标价为 9.35 美元，首次覆盖给予“持有”评级。

表 4：可比公司估值

代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率 PE		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
HTHT.O	华住酒店	46.98*	-7.5	0.42	0.93	-43	71	32
600754.SH	锦江酒店	41.79	0.12	0.73	1.5	448	58	28
600258.SH	首旅酒店	23.2	-0.51	0.6	1.1	-42	39	21

数据来源：Wind，西南证券整理（*：华住酒店收盘价为美元，锦江酒店与首旅酒店为人民币）

图 25：2018 至今格林酒店 PE/Band


数据来源：Wind，西南证券整理

表 5：2018 至今格林酒店 PE 数据

美兰空港	平均	方差
PE	27	7.1

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

- 1) 宏观经济下滑，出行与住宿需求大幅滑坡；
- 2) 疫情反复；
- 3) 酒店安全与卫生事件。

附：财务报表
损益表

12月31年结(百万CNY)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
收入	1092	930	1200	1486	1887
毛利	753	537	666	863	1152
EBITDA	670	424	631	821	1130
销售和管理费用	270	248	299	377	475
财务费用	3	3	-1	-2	-7
税前利润	627	355	425	551	757
所得税	190	110	77	99	136
税后利润	438	245	349	452	621
非控股股东利润	-5	-17	-9	-12	-17
净利润(归属母公司)	443	261	358	464	637

现金流量表

12月31年结(百万CNY)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后利润	350	218	324	428	596
折旧与摊销	40	66	207	272	380
财务费用	3	3	-1	-2	-7
经营性现金净额	514	295	690	673	917
投资性现金净额	-1220	-112	-230	-555	-775
筹资性现金净额	-212	116	-74	-73	7
净现金流量	-918	299	386	45	149

资产负债表

12月31年结(百万CNY)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	964	1156	1541	1586	1735
应收账款	100	102	108	133	169
预付账款	19	14	15	18	23
其他流动资产	180	310	250	310	394
在建工程	0	0	128	290	400
固定资产	615	669	671	899	1291
无形资产	496	492	410	328	246
其他非流动资产	1041	981	981	981	981
资产总计	3816	4095	4478	4920	5615
应付账款	15	20	23	27	31
短期借款	60	150	75	0	0
其他流动负债	720	700	806	868	937
长期借款	0	0	0	0	0
递延税项负债	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1004	976	976	976	976
负债总计	1799	1845	1879	1870	1944
普通股	335	338	338	338	338
资本公积	1152	1149	1149	1149	1149
留存收益	374	616	974	1438	2075
股东权益	1861	2103	2461	2925	3563
非控股权益	157	147	138	125	109
权益合计	2018	2250	2599	3051	3671
负债和权益合计	3816	4095	4478	4920	5615

财务比率

12月31年结	2019	2020	2021E	2022E	2023E
增长(%)					
收入	16%	-15%	29%	24%	27%
EBIT	14%	-43%	18%	29%	36%
EBITDA	16%	-37%	49%	30%	38%
净利润	11%	-44%	43%	30%	37%
利润率(%)					
毛利	69%	58%	54%	56%	59%
EBIT	58%	39%	35%	37%	40%
EBITDA	61%	46%	53%	55%	60%
销售净利润	40%	26%	29%	30%	33%
其他比率					
ROE(%)	24%	12%	15%	16%	18%
ROA(%)	12%	6%	8%	9%	11%
ROIC(%)	-132%	17%	24%	34%	37%
资产负债率	47%	45%	42%	38%	35%
流动比率(倍)	1.59	1.82	2.12	2.30	2.40
速动比率(倍)	1.36	1.46	1.84	1.94	1.99
应收账款周转率	10.95	9.16	11.15	11.15	11.15
固定资产周转率	1.78	1.39	1.79	1.65	1.46

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	朱晓玲	高级销售经理	18516182077	18516182077	zxl@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn