

公司研究

Q4 大陆境内市场持续复苏，危机中抓住机遇加速扩张

——锦江酒店（600754.SH）2020年业绩预减公告点评

要点

事件：

公司发布业绩预减公告，预计实现归属上市公司股东净利润1.02~1.37亿/同比-87.46%~-90.66%，扣非后归属上市公司股东净利润-6.81~-6.31亿/同比-170.71%~-176.32%。2020年业绩低于我们3.35亿和市场4.46亿的一致预期。

Q4营收保持稳定，亏损因海外疫情反扑进一步扩大：

2020Q4预计归属上市公司股东净利润-1.99~-1.36亿，扣非后归属上市公司股东净利润-2.76亿~-2.26亿，因2020年9月中下旬来海外多国疫情反扑凶猛，欧洲各国政府重新开始实施封锁、限制外出等防疫措施，使得国外酒店旅游行业复苏步伐停滞拖累四季度业绩。

境内酒店逐渐恢复正轨，海外Revpar下滑明显：

2020年Q4中国大陆境内酒店整体RevPAR为150.80元/间，同比-2.75%，环比Q3+4.29%，营收进一步复苏；而自9月中下旬以来，受欧洲第二波新冠肺炎疫情的影响，中国大陆境外酒店Q4整体RevPAR为16.62欧元/间，同比-54.13%，环比Q3-32.27%。

逆势扩张，市场下沉，疫情或成新格局的关键点：

2021Q1受疫情反复影响，预计国内短期RevPAR将承压，但疫情加速行业出清，中小单体酒店或加入连锁品牌，提高连锁化率借此提高竞争力，最大化发挥品牌效益。锦江酒店2020年前三季度每季度新开业酒店数分别为253家、398家和615家，加盟酒店数量不断提升。集团提出未来三年实现规模和净利润翻番宏伟目标。集团正在统筹实施全球酒店产业整合，中国区作为改革样板将进入新一轮发展期。

盈利预测、估值与评级：

因完整财务数据尚未公布，我们暂维持20-22年EPS为0.35/1.37/1.54元，看好疫情结束后品牌酒店的集中度提升后的长期价值，维持“买入”评级。

风险提示：

国改进度不及预期；加盟扩张低于预期；疫情减缓不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	14,697	15,099	9,709	15,683	16,935
营业收入增长率	8.21%	2.73%	-35.70%	61.53%	7.98%
净利润（百万元）	1,082	1,092	335	1,314	1,473
净利润增长率	22.76%	0.93%	-69.37%	292.75%	12.12%
EPS（元）	1.13	1.14	0.35	1.37	1.54
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.58%	8.24%	2.57%	9.27%	9.75%
P/E	46	46	149	38	34
P/B	3.9	3.8	3.8	3.5	3.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-28

买入（维持）

作者

分析师：唐佳睿 CFA, CPA(Aust.), CAIA, FRM

执业证书编号：S0930516050001

021-52523866

tangjiarui@ebsecn.com

分析师：李泽楠

执业证书编号：S0930520030001

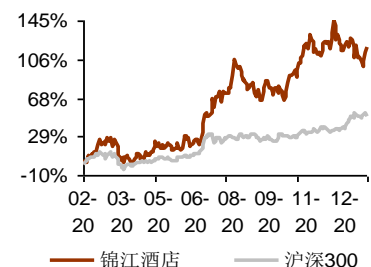
021-52523875

lizn@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	9.58
总市值(亿元):	497.27
一年最低/最高(元):	22.65/59.63
近3月换手率:	37.53%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.92	5.51	80.19
绝对	0.74	19.50	125.29

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	14,697	15,099	9,709	15,683	16,935
营业成本	1,528	1,527	7,411	9,076	9,802
折旧和摊销	873	834	821	827	834
税金及附加	172	164	117	188	203
销售费用	7,538	7,689	657	924	998
管理费用	4,065	4,077	2,136	3,607	3,895
研发费用	25	28	18	29	31
财务费用	372	339	366	331	312
投资收益	523	242	900	240	240
营业利润	1,550	1,763	588	1,828	2,040
利润总额	1,564	1,759	579	1,819	2,031
所得税	336	480	145	455	508
净利润	1,228	1,279	435	1,364	1,523
少数股东损益	145	187	100	50	50
归属母公司净利润	1,082	1,092	335	1,314	1,473
EPS(按最新股本计)	1.13	1.14	0.35	1.37	1.54

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,515	2,638	2,266	3,296	2,329
净利润	1,082	1,092	335	1,314	1,473
折旧摊销	873	834	821	827	834
净营运资金增加	-697	156	1,069	-719	161
其他	2,257	555	41	1,874	-139
投资活动产生现金流	-605	-886	700	15	40
净资本支出	-894	-1,033	-200	-200	-200
长期投资变化	405	502	0	0	0
其他资产变化	-117	-355	900	215	240
融资活动现金流	-5,444	-3,195	-960	-483	-858
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-3,054	-1,879	-19	0	0
无息负债变化	445	62	-3,135	3,084	346
净现金流	-2,526	-1,441	2,006	2,828	1,511

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	89.6%	89.9%	23.7%	42.1%	42.1%
EBITDA 率	19.1%	20.7%	8.0%	17.8%	17.5%
EBIT 率	9.3%	11.5%	-0.4%	12.5%	12.5%
税前净利润率	10.6%	11.7%	6.0%	11.6%	12.0%
归母净利润率	7.4%	7.2%	3.4%	8.4%	8.7%
ROA	3.1%	3.3%	1.2%	3.4%	3.7%
ROE (摊薄)	8.6%	8.2%	2.6%	9.3%	9.8%
经营性 ROIC	4.1%	5.0%	-0.1%	6.7%	7.3%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	66%	63%	60%	61%	60%
流动比率	1.22	1.12	2.19	1.79	1.93
速动比率	1.21	1.10	2.17	1.77	1.91
归母权益/有息债务	0.73	0.86	0.85	0.92	0.99
有形资产/有息债务	1.06	1.13	1.11	1.40	1.49

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	40,133	38,874	35,581	39,876	41,200
货币资金	7,355	5,920	7,925	10,754	12,265
交易性金融资产	263	252	252	252	252
应收帐款	995	1,157	786	1,270	1,372
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	525	511	310	490	529
存货	85	94	85	109	118
其他流动资产	332	352	217	367	398
流动资产合计	9,835	8,496	9,784	13,483	15,189
其他权益工具	0	53	53	53	53
长期股权投资	405	502	502	502	502
固定资产	6,634	6,432	5,957	5,468	4,966
在建工程	539	505	484	468	456
无形资产	7,334	7,261	7,116	6,973	6,834
商誉	11,426	11,380	11,380	11,380	11,380
其他非流动资产	103	101	101	101	101
非流动资产合计	30,297	30,378	25,797	26,393	26,012
总负债	26,334	24,518	21,365	24,448	24,795
短期借款	13	19	0	0	0
应付账款	2,027	2,007	741	2,269	2,451
应付票据	0	0	74	91	98
预收账款	948	998	998	784	847
其他流动负债	---	---	---	---	---
流动负债合计	8,050	7,614	4,460	7,544	7,890
长期借款	15,508	14,116	14,116	14,116	14,116
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	306	292	292	292	292
非流动负债合计	18,284	16,905	16,905	16,905	16,905
股东权益	13,798	14,356	14,216	15,428	16,406
股本	958	958	958	958	958
公积金	8,703	8,525	8,525	8,525	8,525
未分配利润	2,705	3,748	3,508	4,670	5,598
归属母公司权益	12,622	13,255	13,015	14,177	15,105
少数股东权益	1,176	1,101	1,201	1,251	1,301

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	51.29%	50.92%	6.77%	5.89%	5.89%
管理费用率	27.66%	27.00%	22.00%	23.00%	23.00%
财务费用率	2.53%	2.25%	3.77%	2.11%	1.84%
研发费用率	0.17%	0.18%	0.18%	0.18%	0.18%
所得税率	22%	27%	25%	25%	25%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.60	0.60	0.16	0.57	0.64
每股经营现金流	3.67	2.75	2.37	3.44	2.43
每股净资产	13.18	13.84	13.59	14.80	15.77
每股销售收入	15.34	15.76	10.14	16.37	17.68

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	46	46	149	38	34
PB	3.9	3.8	3.8	3.5	3.3
EV/EBITDA	29	25	79	21	20
股息率	1.3%	1.3%	0.4%	1.3%	1.4%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：	A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------