

境内经营逐步恢复, 海外业务仍存压力

投资要点

- **事件:** 公司发布2020年业绩预告, 预计2020年实现归属于上市公司股东的净利润为1.0亿元到1.4亿元, 同比减少87.5%到90.7%; 扣除非经常性损益的净利润为-6.8亿元到-6.3亿元, 同比减少170.7%到176.3%。经计算2020第四季度归母净利润为-2.0亿元到-1.6亿元, 同比减少190.7%到174.7%。
- **2020年第四季度境内酒店进一步改善, 境外酒店下滑加剧。** 第四季度中国大陆境内酒店经营进一步回暖, 整体RevPAR为150.8元/间, 同比下降2.8%, 环比第三季度提高4.3%, 随着国内疫情的有效防控和复工复产, 下半年酒店市场逐渐恢复, 叠加公司成本费用管控的加强, 第四季度境内RevPAR恢复至同期水平97.3%。第四季度境外酒店经营加剧下滑, 整体RevPAR为16.6欧元/间, 同比下降54.1%, 环比第三季度下降32.3%, 主要是由于下半年欧洲国家第二波新冠疫情反复, 多国延长隔离限制举措对卢浮系经营冲击较大。
- **轻资产战略优化资产结构, 发力中高端酒店提升盈利。** 2020年上半年, 公司向关联方转让11家自有产权子公司, 转让后以委托经营的方式继续运营。公司推进轻资产战略, 释放资产维持盈利稳定性, 增强应对疫情的抗压能力。在轻资产运营回笼资金的同时, 公司加大中高端酒店扩张力度, 收缩经济型酒店规模, 2020年1-9月公司境内外中端酒店净开业587家, 经济型酒店净开业16家, 市场广阔、盈利较强的中高端酒店将成为公司未来主要发力点。
- **前端赛马推动品牌塑造, 后端整合优化资源配置。** 公司重视运营, 精耕细作, 以品牌为导向, 前端实施赛马机制, 后台资源整合共享。2020年5月公司成立锦江酒店(中国区), 设立上海、深圳“双总部”, 整合旗下锦江都城、铂涛酒店和维也纳酒店, 三个品牌的职能部门整合后资源共享, 团队优势互补, 酒店运营效率和专业性显著提高。在疫情的测试下, 客群不稳定、抗风险能力较低的单体酒店淘汰出局, 而公司作为连锁酒店龙头, 展现强大的资源整合和抵御能力, 疫情期间行业加速洗牌, 公司有望受益于集中度提升的趋势。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2020-2022年EPS分别为0.13元、1.06元和1.76元, 对应PE分别为388倍、48倍和29倍。首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 境内外疫情反复的风险; 门店扩张低于预期的风险; 部门整合后运营效率不及预期的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	15099.02	10440.59	14289.10	17343.55
增长率	2.73%	-30.85%	36.86%	21.38%
归属母公司净利润(百万元)	1092.50	124.22	1014.18	1682.54
增长率	0.93%	-88.63%	716.43%	65.90%
每股收益EPS(元)	1.14	0.13	1.06	1.76
净资产收益率ROE	8.91%	1.03%	7.83%	11.92%
PE	44	388	48	29
PB	3.64	3.79	3.53	3.26

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn
联系人: 赵兰亭
电话: 023-67511807
邮箱: zhl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.58
流通A股(亿股)	8.02
52周内股价区间(元)	23.84-56.5
总市值(亿元)	481.84
总资产(亿元)	405.15
每股净资产(元)	13.47

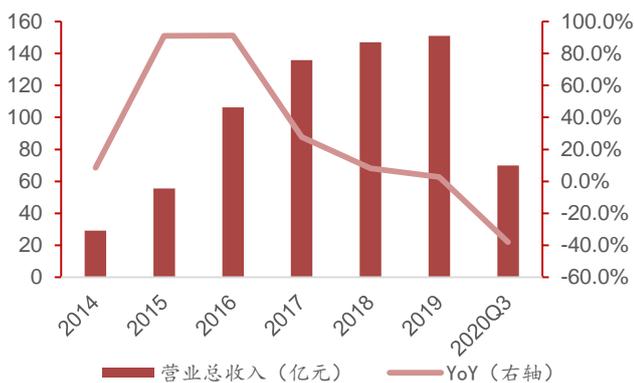
相关研究

1 收购扩张带动营收强劲增长，疫情后境内业绩逐步回暖

酒店龙头深耕国内布局全球，国资改革成效显著。公司以有限服务酒店业务为核心发展方向，食品与餐饮业务为补充，旗下经营卢浮、锦江、维也纳、铂涛四大酒店连锁品牌，执行“深耕国内、全球布局、跨国经营”的发展战略。公司实际控制人为上海国资委，2014年引入战略投资者弘毅投资，国资改革成效显著。公司充分利用弘毅投资的资本运作和国际化优势，在2015和2016年分别收购卢浮、铂涛和维也纳酒店集团，市占率大幅提高，目前发展为亚洲排名第一的连锁经营酒店。

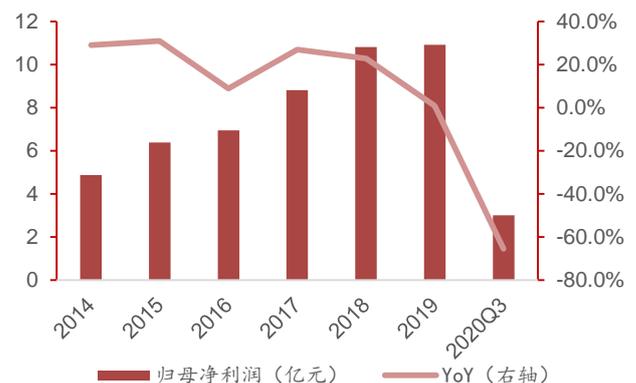
收购扩张带动营收净利双增长，疫情冲击致2020年业绩同比下滑。收入端来看，2014年-2019年，公司营业收入从29.1亿元增长至151亿元，复合年均增长率达39%，2019年同比增长率为2.7%，营收的高速增长得益于收购扩张战略的有效实施和加盟店规模的不断扩大。2020年前三季度累计营收为70亿元，同比下降37.9%，系新冠疫情影响所致。利润端来看，近年来公司盈利水平稳步提升，归母净利润从2014年的4.9亿元增长至2019年的11亿元，复合年均增长率达17.5%；2020年前三季度归母净利润3亿元，同比下降65.5%。

图 1：2014-2020Q3 公司营收及增速



数据来源：公司年报，西南证券整理

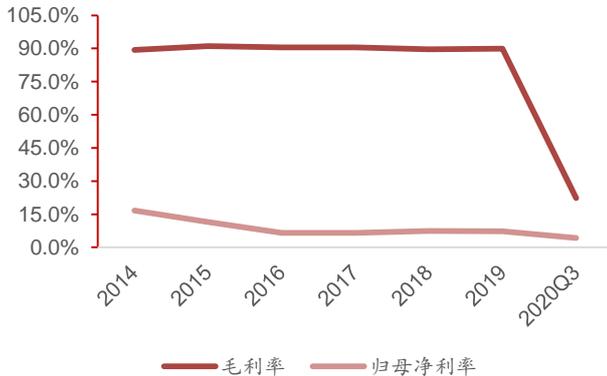
图 2：2014-2020Q3 公司归母净利润及增速



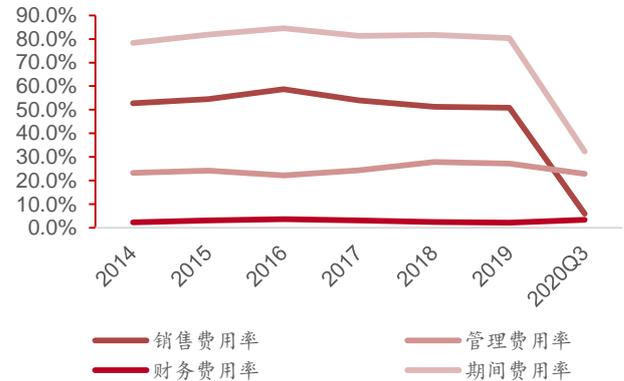
数据来源：公司年报，西南证券整理

2014年-2019年，公司毛利率稳定维持在90%的水平，归母净利率在2014年-2016年从16.7%下降至6.5%，主要系2015年、2016年分别并购卢浮、铂涛及维也纳，并购融资的高负债导致财务费用急剧上升，同时销售费用也大幅提升，导致净利率有所下降。2017年-2019年，归母净利率回升至7%。

加强费用管控应对疫情，业绩持续回暖。2020年公司的盈利能力在疫情影响下有所回落，2020年前三季度毛利率为22.3%，同比下降67.4pp，归母净利率为4.3%，同比下降3.4pp，随着国内疫情有效控制和经营复苏，公司及时调整策略并创新营销模式，Q3毛利率恢复至33.5%。费用率方面，2014年-2019年，公司期间费用率维持在80%左右的平稳水平。2020年前三季度，期间费用率从80.4%骤降至32.4%，主要是由于本期执行新收入准则，导致销售费用率大幅下降。

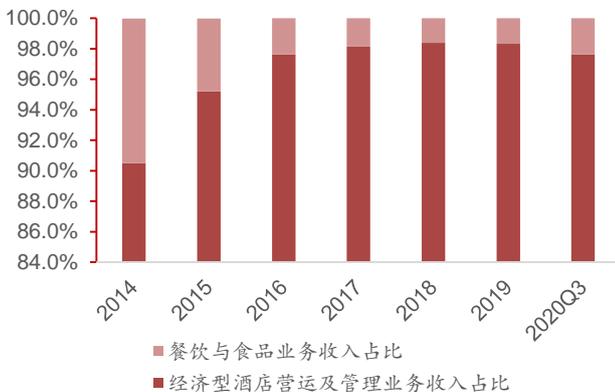
图 3：2014-2020Q3 公司毛利率及归母净利率


数据来源：公司年报，西南证券整理

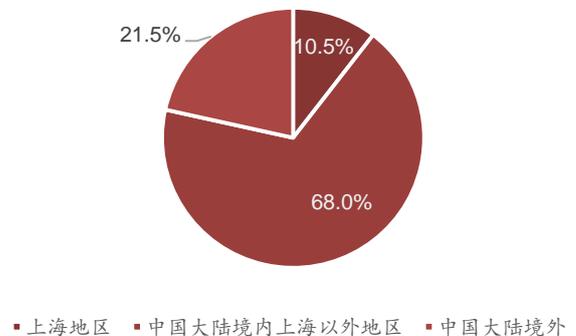
图 4：2014-2020Q3 公司费用率变化


数据来源：公司年报，西南证券整理

聚焦高毛利经济型酒店业务，深耕国内布局全球。从业务端看，公司逐步聚焦经济型酒店业务，其收入占比呈现持续提升趋势。2014 年-2019 年，经济型酒店营运及管理业务收入占比从 90.5% 上升至 98.3%，2020 年前三季度占比达到 97.6%。由于经济型酒店业务毛利率较食品及餐饮业务毛利率高，以 2019 年为例，公司经济型酒店业务毛利率 90.5%，而食品及餐饮业务毛利率 52.5%，酒店业务占比提升带动整体毛利率有所上行。从收入分布区域来看，2020 年前三季度中国大陆境内营收占比 78.5%，其中上海地区占比 10.5%，上海以外地区占比 68%，中国大陆境外营收占比 21.5%，体现了公司“深耕国内、全球布局、跨国经营”的发展战略。

图 5：经济型酒店业务占比不断增大


数据来源：公司年报，西南证券整理

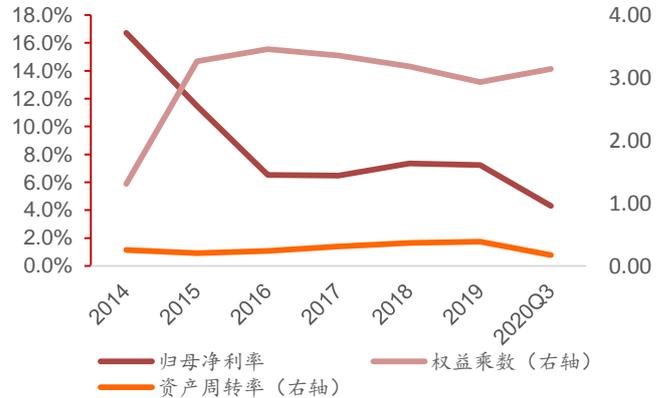
图 6：2020Q3 分地区收入占比


数据来源：公司年报，西南证券整理

经营杠杆放大，ROE 稳步提升。2014 年-2019 年，公司 ROE 水平从 5.6% 稳步上升至 8.2%，主要是权益乘数有所增加；2020 年前三季度公司 ROE 为 2.3%，而可比公司首旅和华住的 ROE 分别为 -6.7% 和 -29.4%，公司体现出较强的抗压能力和经营韧性。拆分来看，归母净利率和资产周转率有所回落，但权益乘数在较合理范围内提升，资本结构优化。目前公司盈利能力依然较强，未来伴随加盟店占比提高，轻资产运营有望带动 ROE 继续上行。

图 7: 锦江酒店与可比公司摊薄 ROE 对比


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 8: 锦江酒店摊薄 ROE 拆分


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 当前有限服务酒店连锁化率为 34%, 参考美国 70% 的连锁化率水平, 假定未来 5 年连锁化率以每年 3%-5% 的速度提升。

假设 2: 公司执行新收入准则后预计毛利率较 2019 年有大幅回落, 但考虑到未来疫情逐步缓解, 经营的规模效应有望逐步回升, 毛利率逐渐上行。预计 2021-2022 年公司毛利率分别为 30.7%、35.4%。

假设 3: 21 年公司境内入住率回到 2019 年的水平。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表:

表 1: 公司分业务收入与成本预测

百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
合计				
营业收入	15,099.1	10,440.6	14,289.2	17,343.6
yoy	2.7%	-30.9%	36.9%	21.4%
营业成本	1,526.8	7912.4	9904.1	11196.7
毛利率	89.9%	24.2%	30.7%	35.4%
国内业务				
营业收入	11002.5	8802.0	12322.8	14787.4
yoy	3.8%	-20.0%	40.0%	20.0%
毛利率	88.9%	25.0%	30.0%	35.0%
营业成本	1216.9	6601.5	8626.0	9611.8
海外业务				
收入	4096.6	1638.6	1966.4	2556.3
yoy	-0.1%	-60.0%	20.0%	30.0%

百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	92.4%	20.0%	35.0%	38.0%
营业成本	310	1310.9	1278.1	1584.9

数据来源：Wind，西南证券

可比公司方面，我们以国内较大的连锁酒店首旅酒店和华住集团作为参考，2021、2022 年可比公司平均估值为 35 倍、26 倍。考虑到锦江酒店较快的发展速度和品牌影响力，未来加盟空间较大，首次覆盖给予“持有”评级。

表 2：可比公司一致性预期

公司代码	公司名称	最新价（元） (2021.2.4)	EPS（元）			PE		
			20E	21E	22E	20E	21E	22E
600258	首旅酒店	22.95	-0.36	0.95	1.15	-64	24	20
1179.HK	华住集团	374.2	-6.49	6.8	9.6	-44.5	45.9	32.5
平均值						54.3	35	26

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	15099.02	10440.59	14289.10	17343.55	净利润	1279.12	142.88	1170.64	1944.41
营业成本	1526.83	7912.37	9904.05	11196.62	折旧与摊销	1387.23	2422.34	2440.70	2449.88
营业税金及附加	163.85	118.79	160.88	119.67	财务费用	339.13	445.69	404.65	387.23
销售费用	7689.12	522.03	571.56	693.74	资产减值损失	-32.96	0.00	0.00	0.00
管理费用	4076.93	2088.12	2429.15	3121.84	经营营运资本变动	166.51	19422.41	5733.38	3796.55
财务费用	339.13	445.69	404.65	387.23	其他	-501.11	-778.56	-522.35	-428.78
资产减值损失	-32.96	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2637.92	21654.75	9227.01	8149.29
投资收益	241.57	760.00	500.00	400.00	资本支出	170.67	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	117.39	19.51	23.41	28.09	其他	-1056.59	779.51	523.41	428.09
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-885.92	769.51	513.41	418.09
营业利润	1763.38	133.10	1342.22	2252.54	短期借款	6.07	-18.64	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.29	35.00	35.00	35.00	长期借款	-1391.13	0.00	0.00	0.00
利润总额	1759.09	168.10	1377.22	2287.54	股权融资	-178.56	0.00	0.00	0.00
所得税	479.97	25.21	206.58	343.13	支付股利	-574.76	-632.14	-70.52	-573.23
净利润	1279.12	142.88	1170.64	1944.41	其他	-1056.98	-1685.31	-404.65	-387.23
少数股东损益	186.62	18.66	156.46	261.87	筹资活动现金流净额	-3195.36	-2336.09	-475.17	-960.46
归属母公司股东净利润	1092.50	124.22	1014.18	1682.54	现金流量净额	-1441.31	20088.18	9265.25	7606.93
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	5919.69	26007.86	35273.11	42880.04	成长能力				
应收和预付款项	1849.75	2460.66	3119.28	3648.15	销售收入增长率	2.73%	-30.85%	36.86%	21.38%
存货	93.63	471.44	589.73	670.42	营业利润增长率	13.76%	-92.45%	908.45%	67.82%
其他流动资产	632.95	515.30	612.50	689.64	净利润增长率	4.19%	-88.83%	719.30%	66.10%
长期股权投资	502.45	502.45	502.45	502.45	EBITDA 增长率	3.81%	-14.00%	39.53%	21.54%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	6936.27	5554.22	4153.81	2744.22	毛利率	89.89%	24.22%	30.69%	35.44%
无形资产和开发支出	18641.04	17837.26	17033.48	16229.70	三费率	80.17%	29.27%	23.83%	24.23%
其他非流动资产	4298.49	4071.99	3845.48	3618.98	净利率	8.47%	1.37%	8.19%	11.21%
资产总计	38874.27	57421.18	65129.84	70983.58	ROE	8.91%	1.03%	7.83%	11.92%
短期借款	18.64	0.00	0.00	0.00	ROA	3.29%	0.25%	1.80%	2.74%
应付和预收款项	4685.66	17898.86	22298.45	25347.43	ROIC	7.19%	4.83%	-32.42%	-19.42%
长期借款	14116.41	14116.41	14116.41	14116.41	EBITDA/销售收入	23.11%	28.74%	29.31%	29.35%
其他负债	5697.50	11563.66	13772.62	15206.20	营运能力				
负债合计	24518.22	43578.94	50187.48	54670.04	总资产周转率	0.38	0.22	0.23	0.25
股本	957.94	957.94	957.94	957.94	固定资产周转率	2.31	1.78	3.06	5.17
资本公积	7865.13	7865.13	7865.13	7865.13	应收账款周转率	14.03	10.91	15.88	14.97
留存收益	4407.50	3899.58	4843.24	5952.55	存货周转率	16.93	27.96	18.61	17.72
归属母公司股东权益	13255.12	12722.65	13666.31	14775.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.56%	—	—	—
少数股东权益	1100.93	1119.59	1276.05	1537.92	资本结构				
股东权益合计	14356.05	13842.24	14942.36	16313.54	资产负债率	63.07%	75.89%	77.06%	77.02%
负债和股东权益合计	38874.27	57421.18	65129.84	70983.58	带息债务/总负债	57.65%	32.39%	28.13%	25.82%
					流动比率	1.12	1.10	1.19	1.27
					速动比率	1.10	1.09	1.17	1.25
					股利支付率	52.61%	508.88%	6.95%	34.07%
					每股指标				
					每股收益	1.14	0.13	1.06	1.76
					每股净资产	13.84	13.28	14.27	15.42
					每股经营现金	2.75	22.61	9.63	8.51
					每股股利	0.60	0.66	0.07	0.60
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	3489.74	3001.12	4187.56	5089.65					
PE	44.10	387.89	47.51	28.64					
PB	3.64	3.79	3.53	3.26					
PS	3.19	4.62	3.37	2.78					
EV/EBITDA	15.85	11.33	5.91	3.37					
股息率	1.19%	1.31%	0.15%	1.19%					

数据来源: Wind, 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，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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
	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	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	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
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@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
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn