

锦江酒店 (600754.SH)

业绩符合预期，拓店加速成长可期

事件：公司公布 2020 年全年经营业绩。2020 年公司收入 99.0 亿元，同比-34.4%，归母净利 1.1 亿元，同比-89.9%，扣非后归母净利-6.7 亿元，同比-175.1%，经营活动现金流净额 1.52 亿元，同比-94.2%；单季度看，20Q4 公司收入/归母净利/扣非后归母净利/经营活动现金流净额分别为 29.0/-1.9/-2.7/7.4 亿元，分别同比-24.2%/-187.0%/-385.8%/-28.8%。

境内 RevPAR 恢复良好，看好行业景气度持续改善。2020Q4 公司境内经济型/中高端 RevPAR 分别为 97.8/189.3 元/晚，分别同比-10.3%/-4.3%；同店数据来看，我们测算公司境内经济型/中高端同店 RevPAR 分别为 113.0/205.3 元/晚，分别同比-7.7%/-4.5%，降幅较 20Q3 分别环比收窄 14.7/5.7pct。伴随商旅活动的进一步正常化与旅游需求的加速释放，我们预计至 21Q2 公司境内 RevPAR 可基本恢复至正常水平。

疫情二次爆发拖累海外业绩，卢浮集团阶段性承压。受欧洲疫情二次爆发影响，2020Q4 公司境外酒店 RevPAR 再次探底。2020Q4 公司境外经济型/中高端 RevPAR 分别为 16.1/18.1 欧元/晚，分别同比-53.6%/-54.9%，降幅较 20Q3 分别环比扩大 19.0pct/4.7pct。目前公司境外直营门店占比仍达 23.1%，考虑到其拥有大量的固定成本如租金、人工及折旧费用等，我们预计 2021 年卢浮集团仍将造成一定程度亏损，拖累公司整体业绩表现。

中端酒店高速扩张，轻资产化中高端化战略稳步推进。截至 2020Q4 公司共有已开业酒店 9406 家，其中直营/加盟酒店分别有 934/8472 家，经济型/中高端酒店分别有 4984/4422 家。2020 年公司新开业酒店 1842 家，净开店 892 家，净增酒店中直营/加盟门店分别为-55/947 家，经济型/中高端门店分别为 33/859 家，加盟/中高端酒店占比分别较 2019 年提升 1.7/5.2pct。截至 2020Q4 公司已签约酒店规模达 14458 家，2021 年公司计划新增开业酒店 1500 家，并新增签约酒店 2500 家。

盈利预测、估值及投资建议：维持“买入”评级。我们预测公司 2021/2022/2023 年归母净利分别为 8.7/17.0/20.4 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 16.9%，EPS 分别为 0.81/1.59/1.90 元。考虑到我国连锁酒店行业仍有较大发展空间，公司价值中枢将随酒店数量的增加而不断抬升，看好未来中端加盟门店加速扩张对公司经营效率及市场份额带来的积极影响。我们认为公司 2022 年合理市值为 680 亿元，对应 PE 为 40 倍，目标价 63.6 元。

风险提示：宏观经济下行风险、疫情反复风险、开店速度不及预期风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,099	9,898	15,527	17,602	18,455
增长率 yoy (%)	2.7	-34.4	56.9	13.4	4.9
归母净利润(百万元)	1,092	110	865	1,700	2,037
增长率 yoy (%)	0.9	-89.9	684.4	96.7	19.8
EPS 最新摊薄(元/股)	1.02	0.10	0.81	1.59	1.90
净资产收益率(%)	8.9	1.8	7.1	11.4	11.9
P/E(倍)	54.4	538.9	68.7	34.9	29.2
P/B(倍)	4.5	4.7	4.4	3.9	3.4

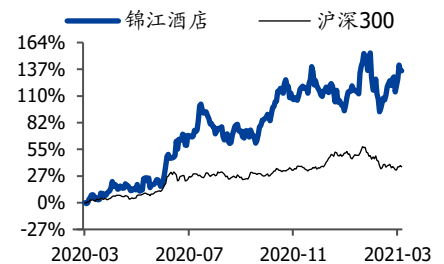
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	酒店
前次评级	
最新收盘价	55.50
总市值(百万元)	59,387.45
总股本(百万股)	1,070.04
其中自由流通股(%)	74.94
30 日日均成交量(百万股)	5.44

股价走势



作者

分析师 张泽

执业证书编号：S0680520010002

邮箱：zhangze@gszq.com

研究助理 吴瑾轩

邮箱：wujinxuan@gszq.com

相关研究

- 1、《锦江酒店(600754.SH) G-ESG 评级报告》2021-01-06
- 2、《锦江酒店(600754.SH)：境内 RevPAR 恢复良好，逆势扩张高速增长》2020-10-31
- 3、《锦江酒店(600754.SH)：业绩复苏良好，轻资产战略持续推进》2020-09-02



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	8,496	9,418	11,130	12,122	13,773
现金	5,920	6,793	7,833	8,821	10,139
应收票据及应收账款	1,157	1,076	1,428	1,644	1,720
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	211	220	455	310	493
存货	94	73	158	90	165
其他流动资产	1,115	1,256	1,256	1,256	1,256
非流动资产	30,378	29,218	29,141	29,011	28,812
长期投资	502	657	777	897	1,017
固定资产	6,432	5,863	6,027	6,307	6,691
无形资产	7,261	7,212	6,954	6,697	6,439
其他非流动资产	16,183	15,487	15,382	15,109	14,665
资产总计	38,874	38,637	40,271	41,133	42,585
流动负债	7,614	7,817	10,795	11,083	11,872
短期借款	19	1,016	1,016	1,016	1,016
应付票据及应付账款	2,007	1,787	2,199	2,602	2,921
其他流动负债	5,589	5,014	7,580	7,465	7,935
非流动负债	16,905	17,114	15,660	14,206	12,752
长期借款	14,116	14,540	13,086	11,632	10,178
其他非流动负债	2,788	2,573	2,573	2,573	2,573
负债合计	24,518	24,931	26,455	25,289	24,623
少数股东权益	1,101	997	1,185	1,375	1,568
股本	958	958	1,070	1,070	1,070
资本公积	7,865	7,866	7,866	7,866	7,866
留存收益	4,407	3,896	4,418	5,356	6,461
归属母公司股东权益	13,255	12,710	12,631	14,469	16,394
负债和股东权益	38,874	38,637	40,271	41,133	42,585

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,638	152	3,401	4,176	4,670
净利润	1,279	240	1,053	1,890	2,229
折旧摊销	1,387	1,303	1,448	1,701	1,970
财务费用	339	359	322	291	285
投资损失	-242	-814	-170	-190	-220
营运资金变动	24	-604	748	484	406
其他经营现金流	-150	-332	0	0	0
投资活动现金流	-886	939	-1,201	-1,381	-1,551
资本支出	1,132	714	-197	-250	-319
长期投资	-89	749	-120	0	-120
其他投资现金流	156	2,402	-1,518	-1,631	-1,990
筹资活动现金流	-3,195	-220	-1,161	-1,807	-1,801
短期借款	6	997	0	0	0
长期借款	-1,391	424	-1,454	-1,454	-1,454
普通股增加	0	0	112	0	0
资本公积增加	-179	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1,632	-1,642	181	-353	-347
现金净增加额	-1,441	875	1,040	988	1,318

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	15,099	9,898	15,527	17,602	18,455
营业成本	1,527	7,350	10,180	10,952	11,284
营业税金及附加	164	115	180	204	214
营业费用	7,689	675	978	1,074	1,089
管理费用	4,077	2,296	2,733	2,904	3,008
财务费用	339	359	322	291	285
资产减值损失	-33	-70	-2	0	0
公允价值变动收益	117	70	0	0	0
投资净收益	242	814	170	190	220
营业利润	1,763	278	1,307	2,367	2,795
营业外收入	48	73	73	73	73
营业外支出	52	47	47	47	47
利润总额	1,759	304	1,333	2,392	2,821
所得税	480	64	280	502	592
净利润	1,279	240	1,053	1,890	2,229
少数股东损益	187	130	188	190	192
归属母公司净利润	1,092	110	865	1,700	2,037
EBITDA	3,961	2,492	3,103	4,385	5,076
EPS (元)	1.02	0.10	0.81	1.59	1.90

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	2.7	-34.4	56.9	13.4	4.9
营业利润(%)	13.8	-84.3	370.6	81.1	18.1
归属于母公司净利润(%)	0.9	-89.9	684.4	96.7	19.8
获利能力					
毛利率(%)	89.9	25.7	34.4	37.8	38.9
净利率(%)	7.2	1.1	5.6	9.7	11.0
ROE(%)	8.9	1.8	7.1	11.4	11.9
ROIC(%)	6.4	3.2	4.4	7.1	8.1
偿债能力					
资产负债率(%)	63.1	64.5	65.7	61.5	57.8
净负债比率(%)	65.7	70.5	52.1	31.7	13.3
流动比率	1.1	1.2	1.0	1.1	1.2
速动比率	1.1	1.2	1.0	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.38	0.26	0.39	0.43	0.44
应收账款周转率	14.0	8.9	8.9	8.9	8.9
应付账款周转率	0.8	3.9	3.0	3.0	3.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.02	0.10	0.81	1.59	1.90
每股经营现金流(最新摊薄)	2.41	0.10	3.18	3.90	4.36
每股净资产(最新摊薄)	12.39	11.88	12.74	14.27	16.11
估值比率					
P/E	54.4	538.9	68.7	34.9	29.2
P/B	4.5	4.7	4.4	3.9	3.4
EV/EBITDA	17.7	28.2	22.1	15.1	12.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com