

## 境内 RevPAR 加速回升, 海外业务仍存压力

### 投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布 2020 年年报, 2020 年公司实现合并营业收入 98.8 亿元, 同比下降 34.5%; 实现归属于上市公司股东的净利润为 1.1 亿元, 同比下降 89.9%; 扣除非经常性损益后的归属母公司股东净利润为 -6.7 亿元, 同比下降 175.1%, 与业绩预告披露数据一致。其中 2020 第四季度实现营收 28.9 亿元, 同比下降 24.1%; 实现归母净利润为 -1.9 亿元, 同比下降 187.0%, 四季度海外业务受疫情反复影响, 收入和业绩承压。
- 境内酒店持续复苏, 境外酒店业务短期仍承压。** 受疫情冲击, 2020 年中国大陆境内整体 RevPAR 为 119.2 元/间, 同比下降 24.2%。分季度来看, 随着国内疫情的有效防控和复工复产, 2020 年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%。其中, 公司境内中端酒店和经济型酒店的 RevPAR 分别为 189.3 元/间和 97.8 元/间, 分别同比下降 4.3%和 10.3%, 环比第三季度分别提高 2.1%和 5.9%。公司整体 RevPAR 已恢复至同期水平 97.3%, 境内酒店经营状况好转。境外酒店方面, 2020 年公司境外酒店整体 RevPAR 为 19.8 欧元/间, 同比下降 46.6%。公司第四季度境外酒店, 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%, 主要是由于四季度欧洲国家疫情出现反复, 多国延长隔离期限, 对卢浮系经营冲击较大。2020 年卢浮集团、铂涛集团和维也纳酒店营收分别为 2.3 亿欧元、28.4 亿元和 27.2 亿元, 分别同比下降 56%、37%和 13.6%; 分别实现归母净利润 -9625 万欧元、1.5 亿元和 3 亿元, 分别同比下降 408.0%、68.9%和 6.4%。
- 全年开店步伐稳健, 中高端酒店占比持续提升。** 截止 2020 年 12 月 31 日, 公司开业的酒店合计达到 9406 家, 全年净增开业酒店 892 家, 在疫情影响下仍保持一定开店节奏。其中, 直营酒店减少 55 家, 加盟酒店增加 947 家, 公司延续轻资产拓店模式, 助力公司逆势扩张。分酒店档次来看, 2020 年公司经济型酒店和中端酒店分别为 4984 家和 4422 家, 全年分别净增加 33 家和 859 家, 占比分别为 53% (-5.2pp) 和 47% (+5.2pp), 中高端占比进一步提升, 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。根据公司年报指引, 2021 年度公司计划新增开业连锁有限服务型酒店 1500 家, 新增签约连锁有限服务型酒店 2500 家, 具备较大成长空间。
- 内部整合降本增效, 管理费用有望下行。** 2020 年公司毛利率为 25.7%, 仍处于行业领先水平。2020 年公司整体费用率为 33.9%, 同比下降 46.4pp, 其中, 销售费用率为 6.8%, 同比下降 44.1pp; 管理费用率为 23.2%, 同比下降 3.8pp; 主要由于收入准则变化, 将与客房服务相关的资产折旧、摊销及酒店运营开支等计入营业成本所致; 研发费用率为 0.3%, 同比增加 0.1pp; 财务费用率 3.6%, 同比增加 1.4pp。20 年公司加速整合锦江酒店中国区, 优化人员组织架构, 实现优势资源互补, 有效增强了公司的运营效率, 长期管理费用率有望下行。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.09 元、1.51 元和 1.97 元, 对应 PE 分别为 52 倍、37 倍和 29 倍, 维持“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	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9897.56	14443.31	17565.73	18871.78
增长率	-34.45%	45.93%	21.62%	7.44%
归属母公司净利润(百万元)	110.21	1165.01	1618.59	2103.54
增长率	-89.91%	957.07%	38.93%	29.96%
每股收益 EPS(元)	0.10	1.09	1.51	1.97
净资产收益率 ROE	1.75%	11.32%	14.46%	16.42%
PE	546	52	37	29
PB	4.74	4.31	3.93	3.52

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)	10.70
流通 A 股(亿股)	8.02
52 周内股价区间(元)	23.84-59.84
总市值(亿元)	602.22
总资产(亿元)	386.37
每股净资产(元)	13.27

### 相关研究

**关键假设：**

假设 1：公司延续较快开店节奏，21-23 年新开业酒店分别达到 1500、1700、1800 家；

假设 2：伴随疫情影响基本消除及公司中高端酒店占比提升，21-23 年国内酒店业务毛利率分别为 36%、39%和 42%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入如下表：

**表：收入成本拆分**

百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>合计</b>				
营业收入	9,897.6	14,443.3	17,565.7	18,871.8
yoy	-34.4%	45.9%	21.6%	7.4%
营业成本	7,350.0	9629.5	11145.0	11362.3
毛利率	25.7%	33.3%	36.6%	39.8%
<b>国内业务</b>				
营业收入	8060.5	11687.7	14259.0	15399.7
yoy	-26.7%	45.0%	22.0%	8.0%
毛利率	27.3%	36.0%	39.0%	42.0%
营业成本	5862.95	7480.1	8698.0	8931.9
<b>海外业务</b>				
收入	1837.1	2755.6	3306.7	3472.0
yoy	-55.2%	50.0%	20.0%	5.0%
毛利率	19.1%	22.0%	26.0%	30.0%
营业成本	1487.0	2149.4	2447.0	2430.4

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	9897.56	14443.31	17565.73	18871.78	净利润	239.90	1761.55	2584.93	3447.84
营业成本	7349.97	9629.50	11144.96	11362.28	折旧与摊销	1303.45	1462.62	1479.42	1487.82
营业税金及附加	114.68	164.12	199.41	130.22	财务费用	359.23	517.03	505.70	503.56
销售费用	675.13	577.73	667.50	660.51	资产减值损失	-70.46	0.00	0.00	0.00
管理费用	2296.34	2310.93	2582.16	2642.05	经营营运资本变动	-231.41	7887.03	106.15	-706.22
财务费用	359.23	517.03	505.70	503.56	其他	-1449.07	-793.21	-538.31	-449.05
资产减值损失	-70.46	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>151.64</b>	<b>10835.02</b>	<b>4137.89</b>	<b>4283.95</b>
投资收益	814.00	760.00	500.00	400.00	资本支出	326.78	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	69.56	33.42	40.10	48.12	其他	612.47	793.42	540.10	448.12
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>939.26</b>	<b>783.42</b>	<b>530.10</b>	<b>438.12</b>
<b>营业利润</b>	<b>277.67</b>	<b>2037.41</b>	<b>3006.09</b>	<b>4021.29</b>	短期借款	997.44	-1016.09	0.00	0.00
其他非经营损益	25.92	35.00	35.00	35.00	长期借款	423.66	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>303.59</b>	<b>2072.41</b>	<b>3041.09</b>	<b>4056.29</b>	股权融资	0.46	112.11	0.00	0.00
所得税	63.70	310.86	456.16	608.44	支付股利	0.00	-30.68	-265.26	-334.47
净利润	239.90	1761.55	2584.93	3447.84	其他	-1641.79	-1401.82	-505.70	-503.56
少数股东损益	129.69	596.54	966.34	1344.31	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-220.23</b>	<b>-2336.48</b>	<b>-770.96</b>	<b>-838.03</b>
归属母公司股东净利润	110.21	1165.01	1618.59	2103.54	<b>现金流量净额</b>	<b>874.96</b>	<b>9281.97</b>	<b>3897.03</b>	<b>3884.04</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	6793.09	16075.06	19972.09	23856.13	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1892.78	2866.79	3392.16	3597.85	销售收入增长率	-34.45%	45.93%	21.62%	7.44%
存货	72.75	335.33	342.85	325.43	营业利润增长率	-84.25%	633.75%	47.55%	33.77%
其他流动资产	659.57	845.73	973.60	1027.09	净利润增长率	-81.25%	634.29%	46.74%	33.38%
长期股权投资	657.22	657.22	657.22	657.22	EBITDA 增长率	-44.40%	107.03%	24.25%	20.47%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	6321.86	5741.98	5145.30	4540.22	毛利率	25.74%	33.33%	36.55%	39.79%
无形资产和开发支出	18715.24	18040.11	17364.98	16689.86	三费率	33.65%	23.58%	21.38%	20.17%
其他非流动资产	3524.05	3326.44	3128.82	2931.21	净利率	2.42%	12.20%	14.72%	18.27%
<b>资产总计</b>	<b>38636.56</b>	<b>47888.66</b>	<b>50977.03</b>	<b>53625.01</b>	ROE	1.75%	11.32%	14.46%	16.42%
短期借款	1016.09	0.00	0.00	0.00	ROA	0.62%	3.68%	5.07%	6.43%
应付和预收款项	3181.93	12878.58	13279.46	12761.32	ROIC	2.40%	13.29%	26.96%	38.09%
长期借款	14540.08	14540.08	14540.08	14540.08	EBITDA/销售收入	19.60%	27.81%	28.41%	31.86%
其他负债	6192.45	4910.73	5278.55	5331.30	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>24930.54</b>	<b>32329.39</b>	<b>33098.09</b>	<b>32632.70</b>	总资产周转率	0.26	0.33	0.36	0.36
股本	957.94	1070.04	1070.04	1070.04	固定资产周转率	1.61	2.54	3.33	3.97
资本公积	7865.59	7865.59	7865.59	7865.59	应收账款周转率	8.86	12.07	11.79	10.87
留存收益	3896.27	5030.60	6383.93	8153.00	存货周转率	88.35	47.17	32.76	33.85
归属母公司股东权益	12709.52	13966.23	15319.56	17088.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.54%	—	—	—
少数股东权益	996.50	1593.04	2559.38	3903.68	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>13706.02</b>	<b>15559.27</b>	<b>17878.94</b>	<b>20992.31</b>	资产负债率	64.53%	67.51%	64.93%	60.85%
负债和股东权益合计	38636.56	47888.66	50977.03	53625.01	带息债务/总负债	62.40%	44.97%	43.93%	44.56%
					流动比率	1.20	1.32	1.54	1.86
					速动比率	1.20	1.30	1.52	1.84
					股利支付率	0.00%	2.63%	16.39%	15.90%
业绩和估值指标					每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	1940.35	4017.06	4991.21	6012.67	每股收益	0.10	1.09	1.51	1.97
PE	546.43	51.69	37.21	28.63	每股净资产	11.88	13.05	14.32	15.97
PB	4.74	4.31	3.93	3.52	每股经营现金	0.14	10.13	3.87	4.00
PS	6.08	4.17	3.43	3.19	每股股利	0.00	0.03	0.25	0.31
EV/EBITDA	31.83	14.16	10.62	8.17					
股息率	0.00%	0.05%	0.44%	0.56%					

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
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 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	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
	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
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	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	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
	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