

锦江酒店 (600754)

公司研究/点评报告

管理层级减少集团运营效率提升，丽笙后续注入可期

—锦江国际拟合并锦江资本点评

点评报告/消费者服务

2021年12月02日

一、事件概述

锦江酒店 12月1日发布公告：锦江国际在吸收合并锦江资本完成后，将继续继承锦江资本持有的锦江酒店 45.05% 的股权，对公司形成直接控股。此前锦江资本已于 11月24日发布公告宣布锦江国际拟对锦江资本进行合并并直接控股锦江酒店的计划；锦江国际给予锦江资本每股 3.10 港元的注销价，撤销上市地位及 H 股正式除牌时间后续另行公告。

二、分析与判断

➢ 锦江国际直接持股锦江酒店，交易前后实控人未改变

本次收购前，锦江资本当前为锦江酒店第一大股东，持股 45.05%，而锦江资本由上海国资委旗下全资子公司锦江国际控股（持股 75%）。上海市国资委通过锦江国际，形成对锦江酒店的实际控制，其持有锦江国际 71% 股权，并通过全资控股上海地产，掌握锦江国际 19% 的股权，另外 10% 股权归上海市财政局所有。此次交易后，锦江国际将直接持有锦江酒店 4.82 亿股股份，持股比例维持 45.05%，锦江酒店实控人仍为上海国资委。

➢ 此次整合旨在降低管理成本、提升企业运营效益

锦江资本港股股价及流动性低迷难以支撑公司融资需求，此次吸收合并能够简化公司管理层级，节约维持锦江资本上市地位所需的成本，提升整体运营效益，实现锦江国际整体业务发展的战略布局。收购报告书中亦充分明确此次收购后锦江国际不存在未来 12 个月改变上市公司主营业务、进行重大资产/业务处置或重组、上市公司董事会及高管、章程、员工聘用、分红政策、组织业务架构的计划，承诺将维护上市公司的独立性。

➢ 后续丽笙旗下有限服务酒店业务有望注入上市公司

锦江国际 2018 年收购丽笙酒店，旗下拥有部分有限服务酒店，与锦江酒店形成同业竞争。对此，锦江国际承诺将积极寻求解决方案，适时与公司业务进行整合。丽笙酒店集团当前全球在建和运营酒店超过 1500 家；旗下有 9 个酒店品牌，其中丽笙为欧洲第一大/全球第六大超高端酒店品牌；2020 年 5 月锦江大中国区成立后，丽笙中国区丽怡/丽芮/丽亭/丽柏的四个品牌已整合进锦江中国区，后续丽笙其余有限服务酒店或将加速注入公司，推动锦江酒店中高端品牌储备/运营管理能力不断加强，品牌布局进一步完善。

三、投资建议

后疫情时代国内酒店业供需结构显著优化，后续伴随疫苗铺开、特效药推出，疫情得控，打开行业景气回升的通道。此次收购后锦江酒店受锦江国际直接控股，管理运营效率有望提高；作为锦江国际旗下唯一酒店上市平台，后续有望获得更多资源倾斜，并获得母公司旗下有限服务酒店注入，进一步巩固在中高端赛道的强势地位。预计公司 21-23 年归母净利润分别为 2.8/15.3/20.5 亿元，对应 PE 分别为 198/36/27x，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

宏观经济波动风险；疫情反复超预期风险；行业竞争加剧风险；拓店不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	9,898	11,821	15,640	17,623
增长率 (%)	-34.4	19.4	32.3	12.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	110	281	1,529	2,047
增长率 (%)	-89.9	155.0	444.2	33.9
每股收益 (元)	0.12	0.26	1.43	1.91
PE (现价)	451.3	197.8	36.3	27.2
PB	3.9	4.2	3.8	3.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

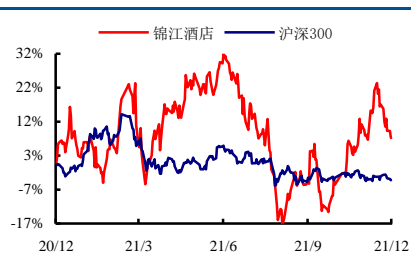
维持评级

当前价格： 51.95 元

交易数据 2021-12-1

近 12 个月最高/最低(元)	64.0/40.0
总股本 (百万股)	1,070
流通股本 (百万股)	914
流通股比例 (%)	85.42
总市值 (亿元)	556
流通市值 (亿元)	475

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：刘文正

执业证号： S0100521100009

电话： 13122831967

邮箱： liuwenzheng@mszq.com

研究助理：饶临风

执业证号： S0100121100024

电话： 15951933859

邮箱： raolinfeng@mszq.com

相关研究

1. 锦江酒店(600754):疫情致境内承压,境外显著复苏,盈利能力有所改善

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	9,898	11,821	15,640	17,623
营业成本	7,350	8,398	8,981	9,561
营业税金及附加	115	115	175	141
销售费用	675	738	938	1,057
管理费用	2,296	2,421	3,597	4,053
研发费用	26	25	31	35
EBIT	(564)	122	1,917	2,776
财务费用	359	333	365	384
资产减值损失	(70)	55	32	15
投资收益	814	637	321	111
营业利润	278	631	2,373	3,186
营业外收支	26	0	26	26
利润总额	304	659	2,399	3,212
所得税	64	223	600	803
净利润	240	437	1,799	2,409
归属于母公司净利润	110	281	1,529	2,047
EBITDA	739	867	2,614	3,425
资产负债表 (百万元)				
货币资金	6793	8580	12426	16255
应收账款及票据	1076	1078	1480	1689
预付款项	220	767	706	715
存货	73	393	11	452
其他流动资产	372	372	372	372
流动资产合计	9418	11974	16307	20556
长期股权投资	657	1361	1716	1849
固定资产	5863	5492	5083	4660
无形资产	7212	6919	6645	6380
非流动资产合计	29218	29749	28610	27684
资产合计	38637	41722	44916	48240
短期借款	1016	1016	1016	1016
应付账款及票据	1787	1680	1347	1593
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	7817	7785	8035	8683
长期借款	14540	16674	17751	18630
其他长期负债	2322	2357	2403	2426
非流动负债合计	17114	19283	20406	21308
负债合计	24931	27067	28440	29990
股本	958	1070	1070	1070
少数股东权益	997	1152	1422	1783
股东权益合计	13706	14255	16054	18463
负债和股东权益合计	38637	41722	44916	48240

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-34.4	19.4	32.3	12.7
EBIT 增长率	-135.0	-121.6	1471.2	44.8
净利润增长率	-89.9	155.0	444.2	33.9
盈利能力				
毛利率	25.7	29.0	42.6	45.7
净利润率	1.1	2.4	9.8	11.6
总资产收益率 ROA	0.3	0.7	3.4	4.2
净资产收益率 ROE	0.9	2.1	10.5	12.3
偿债能力				
流动比率	1.2	1.5	2.0	2.4
速动比率	1.2	1.5	2.0	2.3
现金比率	0.9	1.1	1.6	1.9
资产负债率	0.6	0.7	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	40.6	32.8	34.2	34.8
存货周转天数	4.1	9.8	7.9	8.5
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
每股指标 (元)				
每股收益	0.12	0.26	1.43	1.91
每股净资产	13.3	12.2	13.7	15.6
每股经营现金流	0.1	0.1	2.2	3.4
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	451.3	197.8	36.3	27.2
PB	3.9	4.2	3.8	3.3
EV/EBITDA	85.3	73.5	23.8	17.3
股息收益率	0.1	0.0	0.0	0.0

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	240	437	1,799	2,409
折旧和摊销	1,328	813	751	706
营运资金变动	(592)	(786)	(218)	262
经营活动现金流	60	116	2,330	3,590
资本开支	688	(401)	(585)	(568)
投资	1,377	(582)	152	(204)
投资活动现金流	939	(166)	757	398
股权募资	0	0	0	0
债务募资	786	2,169	1,123	226
筹资活动现金流	(220)	1,836	758	(159)
现金净流量	779	1,787	3,846	3,829

分析师与研究助理简介

刘文正，2016年加入国泰君安证券研究所，2016-2017年连续两年新财富第二名团队成员；2017加入安信证券担任社会服务及零售行业首席分析师，2020年新财富最具潜力分析师奖，2020年新财富批零社服行业第六名，2019-2020年新浪金麒麟社会服务及零售行业新锐分析师第一名及金牛奖等；有较为丰富产业资源及较高业内口碑，担任中国整形业协会创投分会常务理事委员，善于产业链前瞻性研究及优质标的深度挖掘。2021年加入民生证券担任研究院院长助理，新消费组组长，社服零售及纺织服装行业首席分析师。

饶临风，伦敦政治经济学院硕士，南京大学学士。曾于英国基础设施基金Broughton Capital Group/东北证券任职，2021年加入民生证券，现任社会服务行业研究助理。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。