

# 锦江酒店 (600754. SH)

## 推荐(首次评级)

当前价格: 50.85 元

目标价格: 60 元

### 市场加速出清, 公司头部效应凸显

#### 投资要点:

- 酒店行业承压, 头部企业享受市场出清红利。**2020年的新冠疫情重创旅游行业, 全国旅游人次下降50%左右, 酒店行业被严重殃及。至2021年三季度, 旅游行业恢复约70%。新冠疫情短期难以完全结束的事实使得酒店市场加速了市场出清。公司是国内酒店行业领军企业, 将在本次疫情冲击下享受头部企业拥有的抗风险性高的优势。
- 公司积极部署轻资产化战略, 以充分应对环境冲击。**公司充分发挥品牌优势, 积极扩展加盟酒店规模; 面对疫情的冲击, 公司积极开展重资产的剥离工作。2020年起, 锦江酒店多次以类REITs向锦江资本转让旗下自营的锦江之星、时尚之旅等酒店资产, 转让后以委托管理方式继续经营。
- 摆脱第三方OTA, 自建WeHotel辅助客户流量获取。**公司为摆脱第三方OTA的高佣金对利润的侵蚀, 公司依托庞大的经营规模, 自建Wehotel平台。基于移动互联的共享经济模式, 公司利用该平台对集团资源进行整合和能级提升, 同时推进国内国际酒店系统对接, 有效提高了运营效率和降低了服务成本。
- 盈利预测:** 目前环境下酒店企业业绩预判的核心是疫情控制的程度及由此带来的行业恢复程度。结合病毒的变异能力和各国疫情防控政策和措施的不同步, 全球疫情在未来2-3年内会持续蔓延, 我国将不断面临国外输入病例造成的压力。故酒店行业只有在现有恢复过程完成之后, 才会有再增长过程。据国家文旅部数据, 我国2021年旅游行业(旅游人次)前三季度仅仅恢复到2019年的70%左右。据公司披露的三季报, 公司前三季度实现营业收入83.49亿元, 恢复至2019年的74%左右。冬季病毒传播机会增大, 疫情防控压力只增不减。参考公司2020年四季度净利润为负的情况, 我们预估酒店行业在2021年度的业绩只能恢复到2019年的70%左右, 2022年、2023恢复至疫情前的90%、110%。
- 风险提示:** 1. 新冠变异种致使防疫效果不及预期。2. 国内旅游政策的进一步收紧。

#### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,070/914
流通A股市值(百万元)	46,479
每股净资产(元)	15.6
资产负债率(%)	64.26
一年内最高/最低(元)	66.19/38.10

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师 陈群

执业证书编号: S0210519080001

电话: 021-20655175

邮箱: cq2135@hfzq.com.cn

#### 相关报告

财务数据和估值	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14,697.42	15,099.02	9,897.56	10,661.27	13,635.01
增长率(%)	8.21%	2.73%	-34.45%	7.72%	27.89%
净利润(百万元)	1227.68	1279.12	239.90	111.49	278.04
增长率(%)	24.00%	4.19%	-81.25%	-53.53%	149.38%
EPS(元/股)	1.01	1.02	0.10	0.08	0.19
市盈率(P/E)	52.46	51.98	515.26	696.07	279.12
市净率(P/B)	4.50	4.28	4.47	4.45	4.42

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

## 正文目录

一、	产品矩阵齐备，公司内生增长动力尤在 .....	3
1.1	公司历史悠久，品牌文化绵长 .....	3
1.2	部署轻资产化战略，公司加盟比例持续提升 .....	6
1.3	疫情影响下公司盈利受抑制，内生增长动力尤在 .....	8
1.4	摆脱第三方 OTA，WeHotel 辅助流量获取 .....	10
二、	酒店行业承压，头部企业享受市场出清红利 .....	12
2.1	我国酒店行业收入增速放缓，星级酒店数量下降 .....	12
2.2	头部企业规模扩大，行业集中度逐渐上升 .....	13
2.3	疫情致使旅游业遇冷，酒店行业加速出清 .....	15
三、	盈利预测 .....	16
四、	风险提示 .....	16

## 图表目录

图表 1：公司股权结构图 .....	3
图表 2：不同档次酒店的特征和分类 .....	4
图表 3：公司股权收购历程 .....	4
图表 4：公司股权结构 .....	5
图表 5：公司品牌矩阵 .....	6
图表 6：酒店经营模式 .....	7
图表 7：公司加盟店占比稳步上升 .....	7
图表 8：2020 年公司加盟店比例创新高 .....	7
图表 9：公司自营和加盟营收对比 .....	8
图表 10：2020 年以来公司轻资产化加速 .....	8
图表 11：公司营收受疫情抑制 .....	9
图表 12：公司毛利率水平承压 .....	9
图表 13：国外营收下降显著高于国内 .....	9
图表 14：公司 WeHotel 平台 .....	10
图表 15：2019 上半年 OTA 市场份额 .....	11
图表 16：WeHotel 平台合作伙伴 .....	12
图表 17：锦江会员等级 .....	12
图表 18：中国酒店行业销售收入规模 .....	12
图表 19：中国星级酒店数量逐年减少 .....	13
图表 20：2012 年后星级饭店营收整体下降 .....	13
图表 21：中国酒店市场行业集中度 .....	14
图表 22：2020 年中国酒店行业品牌竞争格局 .....	14
图表 23：居民旅游收入受疫情冲击明显 .....	15
图表 24：2020 年国内旅游人次下降近一半 .....	15
图表 25：公司营收分类预测 .....	16
图表 26：财务预测摘要 .....	17

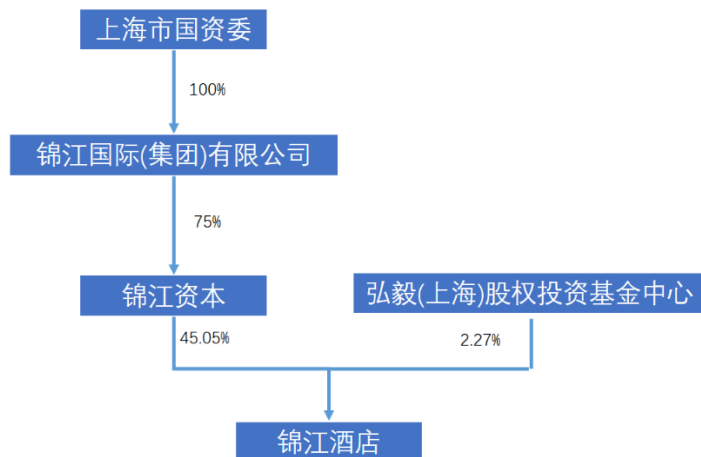
## 一、产品矩阵齐备，公司内生增长动力尤在

### 1.1 公司历史悠久，品牌文化绵长

锦江酒店专业从事全服务酒店及有限服务酒店的投资营运和管理，以及餐饮业的投资与经营。公司通过产业资本双轮驱动，推进酒店业的“全球布局，跨国经营”战略。

1935 - 1936 年董竹君女士在上海开设了“锦江川菜馆”和“锦江茶室”。1951 年，锦江饭店正式挂牌。新中国成立后，锦江饭店是市政府在上海招待高级干部与外宾的首选接待场所，已接待了近 500 位国家元首和政府首脑，并见证了众多重大历史事件。2003 年锦江国际集团有限公司成立。

图表 1：公司股权结构图



数据来源：Wind，华福证券研究所

公司于 2015 年、2016 年先后战略投资收购法国卢浮集团、铂涛酒店集团和维也纳酒店集团。截至 2020 年 12 月 31 日，公司有效会员总数达到 15,864 万人。已经签约的酒店规模合计达到 14,458 家，已经签约的酒店客房规模合计达到 1,430,516 间。

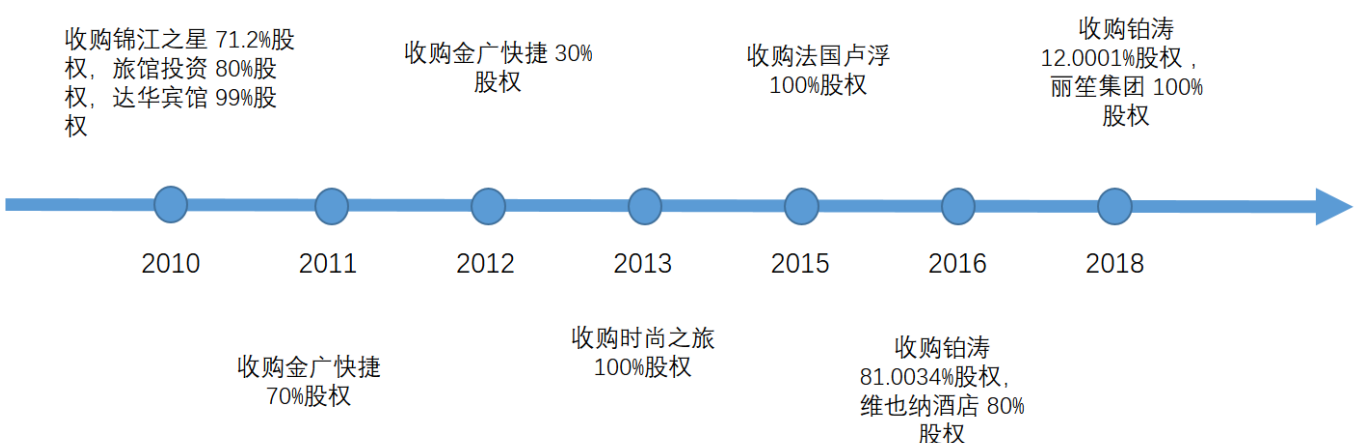
酒店的品类一般分为经济型酒店、终端酒店和高端酒店。经济型酒店一般提供简单的 B&B 有限服务为主要特征，平均房价低于 250 元，代表品牌有锦江之星、如家、7 天、汉庭等。高端酒店则是以提供豪华、完善的生活设施为基础的享受型居住体验为特征，一般以四、五星级酒店占主导，平均房价在 800 元以上，代表酒店有希尔顿、喜来登、开元酒店，首旅建国酒店等。

**图表 2：不同档次酒店的特征和分类**

酒店档次	设施与服务	特征			代表品牌	
		参考星级	单房基本投资额 (不含租金)	平均房价	国际	中国
经济型	以客房为核心产品，提供简单的客房家具，以干净整洁、安全舒适为基本标准 提供B&B有限服务	三星级一下	7-10万元	<250元	宜必思、速八	锦江之星、汉庭、如家、七天
中端	以客房为核心产品，与经济型酒店相比，房间面积、软硬件设施、大堂空间、配套设施方面有明显提升；与高端酒店相比，终端酒店提供有限服务，如简易健身房等	三星级、准四星级	10-15万元	250-350元	智选假日、雅乐轩、诺富特、希尔顿欢朋	维也纳、全季、亚朵、丽枫
高端	以客房和生活服务配套设施为核心产品，提供豪华的环境和完善的硬件设施，如中西餐厅、酒廊、游泳池等；提供“吃、住、娱、购、行”全方位服务，为客户提供享受式的住宿体验。	四星级、五星级	>50万元	>800元	洲际、希尔顿、喜来登、英迪格	锦江、开元、首旅建国、金陵饭店

数据来源：锦江集团，头豹研究院，华福证券研究所

公司以并购等资本运作形成自己的酒店品牌矩阵体系。2012 年公司收购经济型酒店金广快捷 100%股权，整合进旗下锦江之星进行管理运营；2013 年，收购区域连锁经济型酒店-时尚之旅。2015 年公司收购法国卢浮集团 100%股权，接轨国际化之路；2016 年公司收购铂涛集团 81%股权，丰富了中端品牌，公司经营模式由重资产的直营逐渐转型到轻资产的管理加盟。同年，公司收购维也纳集团 80%股权，经营规模进一步扩展，高端酒店，连锁化率快速提升；同时收购百岁村餐饮 80%股权以拓展餐饮业务。

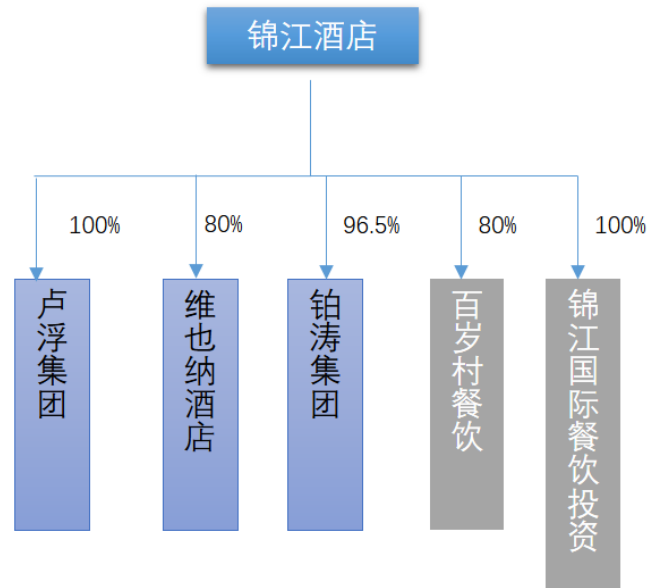
**图表 3：公司股权收购历程**


数据来源：公司公告，华福证券研究所

2020 年 5 月，锦江酒店（中国区）正式成立，前端总部设在上海和深圳（双总部），由三位执行副总裁分区域、八位副总裁分品牌运营，后台设九大职能机构。成立初被授权 5 大系列、29 个品牌的经营，形成区域型集权管理。截至 2020 年 12 月底，锦江(中国区)旗下品牌扩至 39 个，拥有已签约酒店数近 14000 家，约 143 万间

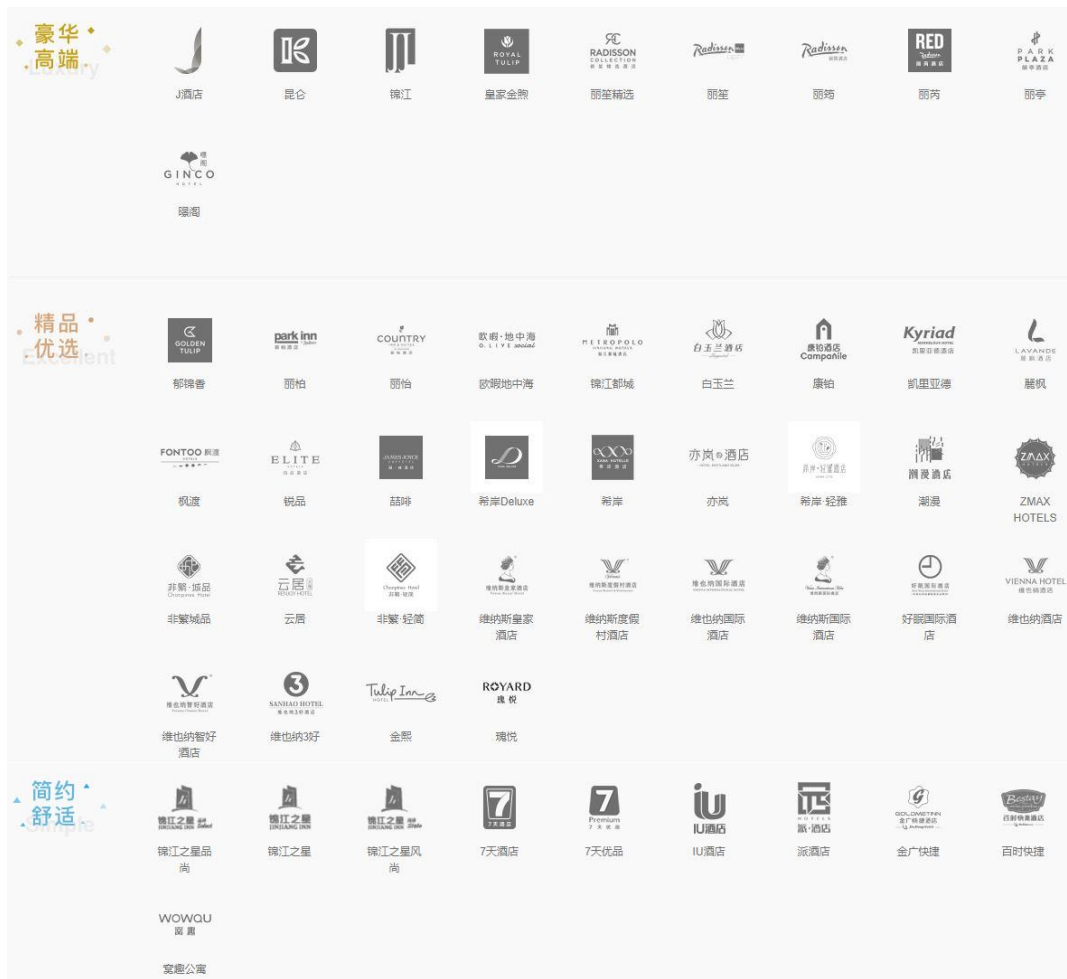
客房，覆盖全国 31 个省（直辖市&自治区）、470 多个城市。

图表 4：公司股权结构



数据来源：华福证券研究所

图表 5：公司品牌矩阵



数据来源：公司官网，华福证券研究所

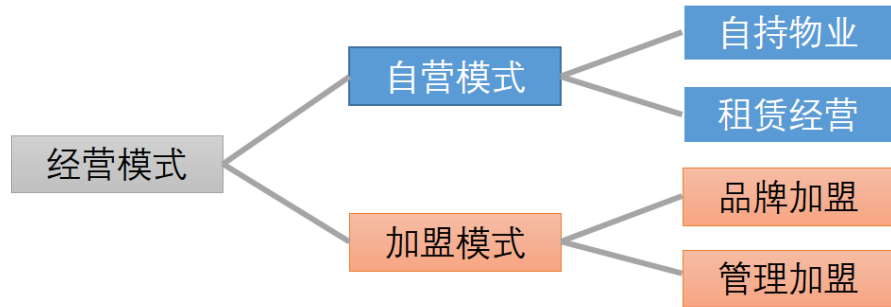
## 1.2 部署轻资产化战略，公司加盟比例持续提升

公司所从事的主要业务为“有限服务型酒店运营及管理业务”和“食品及餐饮业务”。

有限服务酒店，是指以适合大众消费，突出住宿核心产品，为客人提供基本的专业服务酒店。从酒店的功能设置来看，有限服务酒店在设备配置、组织结构、饭店服务等方面具有与全服务酒店不同的特点。

公司现有的有限服务型酒店运营及管理业务，包括对有限服务商务酒店、经济型酒店的投资和经营管理等。经营模式上主要分为“直营经营”（自营模式）和“加盟特许经营”（加盟模式）两种。

图表 6：酒店经营模式

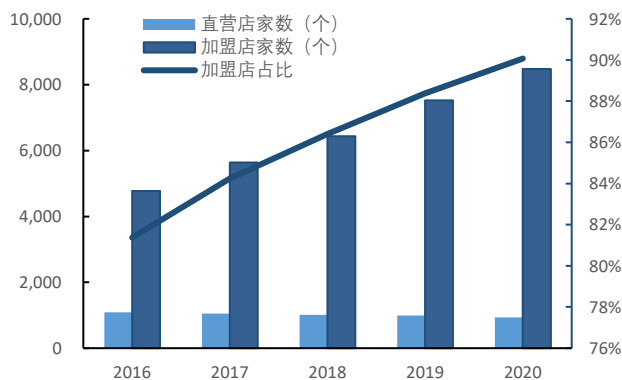


数据来源：公司公告，华福证券研究所

自营模式，是指通过自有物业或租赁物业的形式，使用公司旗下特定品牌独立经营酒店。公司从直营酒店取得的收入，主要来源为客房收入及餐饮收入，并享有或承担酒店的经营收益或损失。加盟特许经营模式，主要分为“特许经营”（品牌加盟）和“受托管理”（管理加盟）两种形式。特许经营形式，是指公司通过与酒店业主签署特许经营合同，将公司旗下所拥有的品牌、注册商标、经营方式、操作程序等经营资源在约定期限内许可给受许酒店使用，并向受许酒店收取特许经营费等。受托管理形式，是指公司通过与酒店业主签署管理合同，将公司的管理模式、服务规范、质量标准和管理人员等输出给受托管理酒店，并向受托管理酒店收取管理费等。

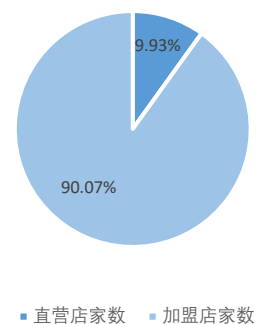
从数量上看，自 2016 年以来，公司经营酒店中加盟店占比持续上升，其比例从 2016 年的 84.24% 上升至 2020 年的 90.07%，该比例提升至历史新高。从收入上看，自有和租赁收入从 2017 年的 100.84 亿元降至 2019 年的 80.60 亿元，同时公司加盟和管理收入从 2017 年的 32.15 亿元上升至 2019 年的 57.22 亿元。公司轻资产化的趋势进一步彰显。

图表 7：公司加盟店占比稳步上升



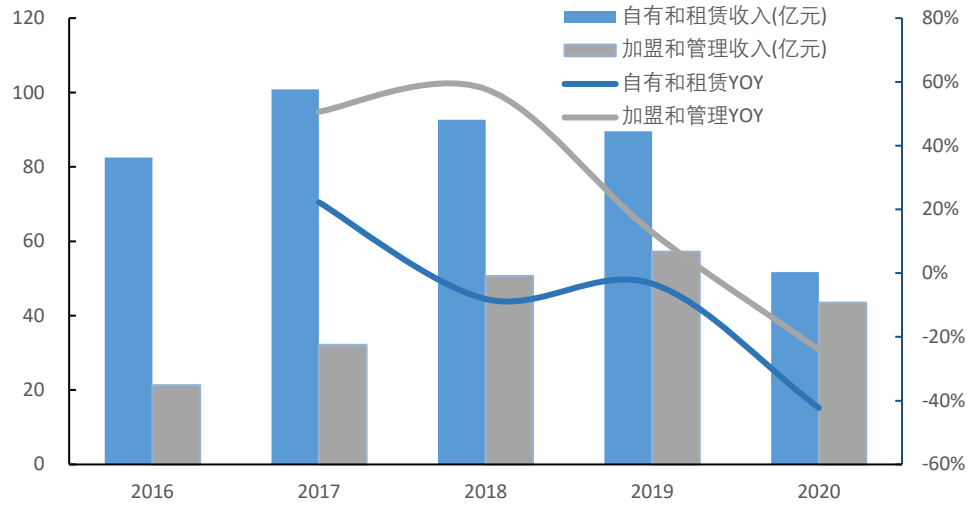
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 8：2020 年公司加盟店比例创新高



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 9：公司自营和加盟营收对比



数据来源：公司公告，华福证券研究所

在加盟比例提高之外，公司为应对疫情的不利影响和积极部署未来发展战略，通过不断剥离重资产，只保留酒店运营管理业务。2020年起，锦江酒店多次以类 REITs 向锦江资本转让旗下自营的锦江之星、时尚之旅等酒店资产，转让后以委托管理方式继续经营，目前公司 70% 以上的毛利来源于轻资产加盟模式。

图表 10：2020 年以来公司轻资产化加速

时间	转让方	受让方	受让标的	交易金额 (万元)
2020.1	上海锦江国际旅馆投资	上海光缕	西安锦江之星 100%，郑州锦江之星 100%	13536.16
2020.4	锦江之星旅馆有限公司	锦江资本	宁波锦波旅馆 100%	4536.78
	上海锦江国际旅馆投资	锦江资本	天津河东区锦江之星 100%	5742.38
	锦江国际酒店	锦国投	达华宾馆 70% 股权	17043.64
2020.7	上海锦江国际旅馆投资	锦江资本	长春锦旅投资管理公司 70%；沈阳松花江街锦江之星 70%；天津锦江之星 51% 股权；镇江京口锦江之星 51% 股权	10569.03
	锦江之星旅馆有限公司	锦江资本	上海滴水湖锦江之星 70% 股权；天津沪锦旅馆投资公司 70%	12321.54

数据来源：公司公告，华福证券研究所

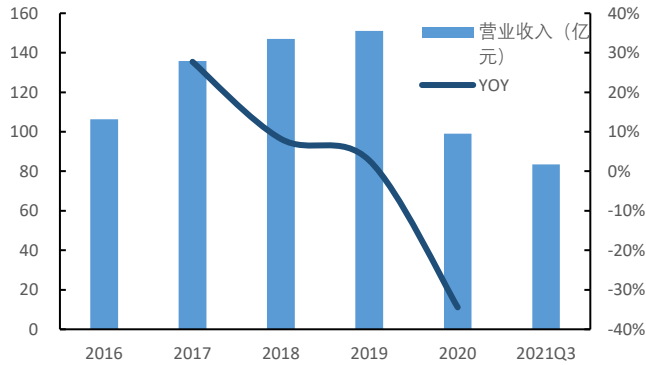
酒店 REITs 的发展模式在国外具有有成功案例：1992 年，美国酒店集团龙头——万豪，将业务拆分成万豪地产和万豪国际，1999 年万豪地产获得 REITs 资质，集团将重资产的自持酒店全部剥离至万豪地产 REITs，盘活万豪国际资产，战略上以灵活的管理加盟和特许加盟模式迅速扩张，最终成为国际市场规模最大的酒店集团。

### 1.3 疫情影响下公司盈利受抑制，内生增长动力尤在



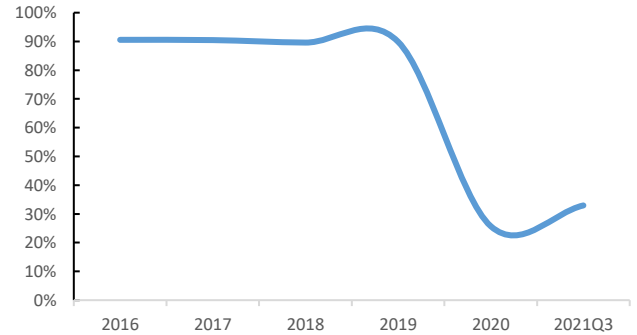
自 2020 年新冠疫情以来，公司的营收及毛利率水平受到疫情的冲击较大。公司营收从 2019 年约 150 亿元降至 2020 年 98.98 亿元，下降约 34.45%。公司毛利率从 2019 年 89.89% 降至 2020 年 25.74%。进入 2021 年，公司的营收水平处于逐步恢复的进程中，毛利率水平也在逐步提高。

图表 11：公司营收受疫情抑制



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 12：公司毛利率水平承压



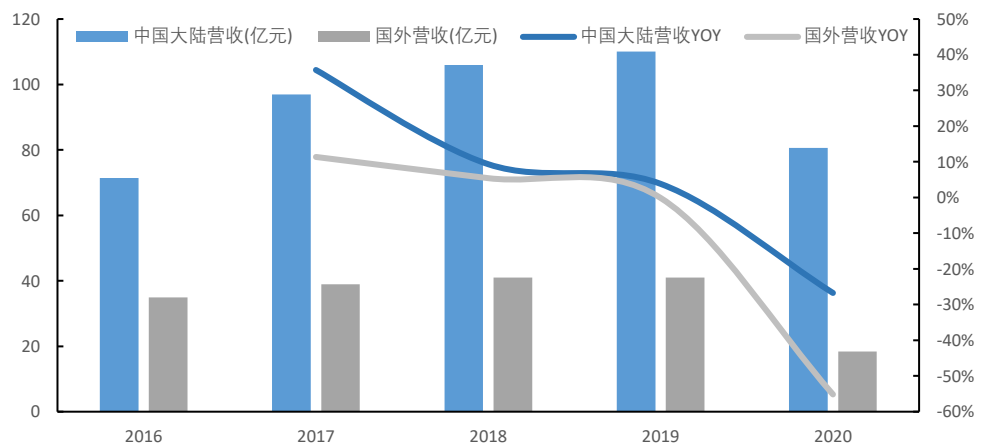
数据来源：公司公告，华福证券研究所

公司 2021Q3 营收 83.5 亿元，同比增长 19.24%，2019 年同期公司实现营收 112.82 亿元，公司 2021Q3 营收水平已经恢复到 2019 年同期的 74.01%。

国内外对比来看，国外疫情防控形势严峻导致了公司国外业务受损较严重。2020 年，公司中国大陆营收下降 26.74%，而国外营收下降 55.16%。我们认为，在特效药大规模普及并能真实发挥效用之前，基于新冠病毒的易变异特性及国外防疫思路的宽松性，公司国外业务的恢复将会是一个漫长的过程。

未来国内疫情防控将是常态化的，对于餐饮、旅游行业完全恢复的速度并且实现增长不能做过高的估计。但是从中长期来看，当下可能是酒店类标的较为适合的切入时机。

图表 13：国外营收下降显著高于国内



数据来源：公司公告，华福证券研究所

#### 1.4 摆脱第三方 OTA，WeHotel 辅助流量获取

OTA 平台是为消费者提供线上预订旅游产品或服务的网络平台。酒店借助 OTA 平台的资源和流量优势进行酒店产品销售,为酒店带来更多客源,提高酒店的曝光量。酒店与 OTA 平台双方主要采用代理合作模式,即酒店产品通过 OTA 平台进行宣传与销售,酒店向 OTA 平台企业支付 8—15%的酒店产品销售金额作为报酬。

图表 14: 公司 WeHotel 平台

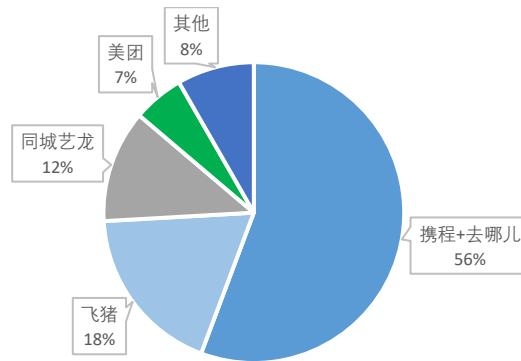


数据来源: WeHotel 网站, 华福证券研究所

中国 OTA 平台拥有庞大的线上客户量,2019 年上半年 OTA 的总用户规模近 1.5 亿人,交易额超 7,000 亿元。2019 年上半年,携程+去哪儿、飞猪、同程艺龙三大 OTA 平台企业分别以 55.7%、18.4%、12.1%市场份额占领市场,导致大部分缺乏引流能力或直销平台的酒店对 OTA 平台依赖度高,且议价能力较弱。

酒店行业存在过分依赖于第三方渠道、丧失定价权的情况。市场上的酒店“格式化”、“同质化”严重,由于“信息化、数据化、流量化”的时代来临,OTA 很好地解决了用户的方便性;大部分的酒店还没有自己的 PC 端、移动端的导流方式,同时缺乏与用户的互动,加之 OTA 操作简单直接,故而对 OTA 产生依赖。于是不少企业的利润被渠道方占据,成为 OTA 的打工仔。

图表 15: 2019 上半年 OTA 市场份额



数据来源: 头豹研究院, 华福证券研究所

2016 年, 锦江酒店与附属公司锦江股份、控股股东锦江国际旗下锦江资本、中国银联股份旗下联银创投、锦江股份主要股东弘毅投资基金之联系人西藏弘毅、国盛投资共同出资 10 亿元人民币, 共同投资设立合资公司 WeHotel, 锦江酒店与锦江股份分别出资 1 亿元人民币, 分别持有 WeHotel 的 10% 股权。此举将把锦江、卢浮、铂涛、维也纳旗下所有酒店的会员信息整合, 逐渐构建起一个上亿会员的庞大网络。

2017 年 8 月, 公司全资子公司锦江之星旅馆有限公司与上海锦江国际电子商务有限公司, 就公司旗下“锦江之星”、“金广快捷”、“百时快捷”酒店预订和系统服务合作事宜, 签署了相关服务合作协议。2017 年 9 月公司全资子公司上海锦江卢浮亚洲酒店管理有限公司与上海锦江国际电子商务有限公司, 就本公司旗下“锦江都城”、“康铂”酒店预订和系统服务合作事宜, 签署了相关服务合作协议。

公司自建的 WeHotel 平台将有利于集团资源整合和能级提升, 推进国内国际酒店系统对接, 有效提高运营效率和降低服务成本, 打造基于移动互联的共享经济平台。

WeHotel 自成立以来, 以股东庞大的产业资源和雄厚的实力资本为依托, 以互联网+产业为驱动, 通过为广大用户提供手机客户端、微信、智能客服等一站式移动互联网预订体系。通时为逾亿会员提供全球近 30 个品牌, 约 8000 家优质酒店预订、旅游度假、在线服务、金融支付等全流程旅行服务体系。

图表 16: WeHotel 平台合作伙伴



数据来源: WeHotel 官网, 华福证券研究所

图表 17: 锦江会员等级

会员级别	会员资格有效期	升级	保级	降级
蓝卡	12个月	三要素齐全且登录过锦江官方平台	三要素齐全且登录过锦江官方平台	未在有效期内登录过锦江官方平台, 或三要素不齐全, 则降级为注册用户
银卡	12个月	5房晚/年 或满1000消费额 或购买礼包	3房晚/年 或满1000消费额	1. 未在有效期内累积到3房晚或1000消费额, 且三要素不齐全, 则降级为注册用户 2. 未在有效期内累积到3房晚或1000消费额, 但三要素齐全, 则降级为蓝卡
金卡	12个月	15房晚/年 或满3000消费额 或购买礼包	10房晚/年 或满3000消费额	未在有效期内累积到10房晚或3000消费额, 则降级为银卡
白金卡	12个月	30房晚/年 或满20000消费额	20房晚/年 或满20000消费额	未在有效期内累积到20房晚或20000消费额, 则降级为金卡

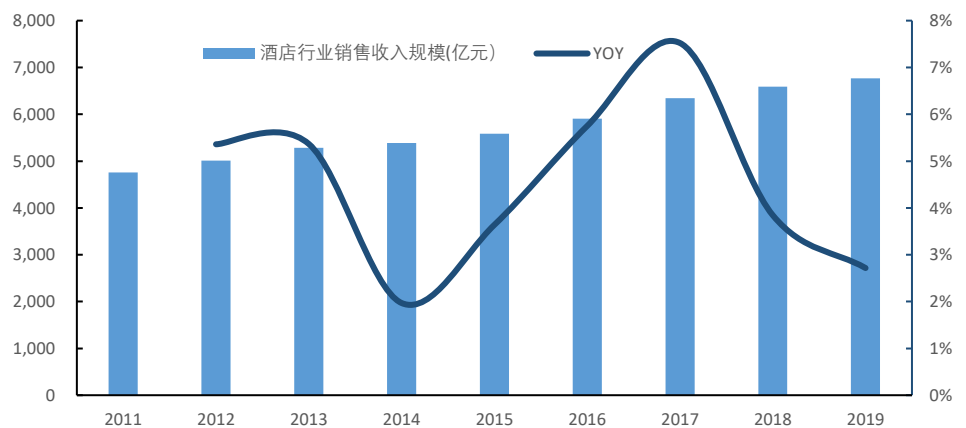
数据来源: WeHotel 官网, 华福证券研究所

## 二、酒店行业承压, 头部企业享受市场出清红利

### 2.1 我国酒店行业收入增速放缓, 星级酒店数量下降

2011-2019 年我国酒店业市场规模总体呈逐年增长态势, 2014 年增速逐年上升, 到 2017 年开始增速逐年放缓。2019 年我国酒店业销售收入市场规模为 6770 亿元, 同比增长 2.72%。

图表 18: 中国酒店行业销售收入规模

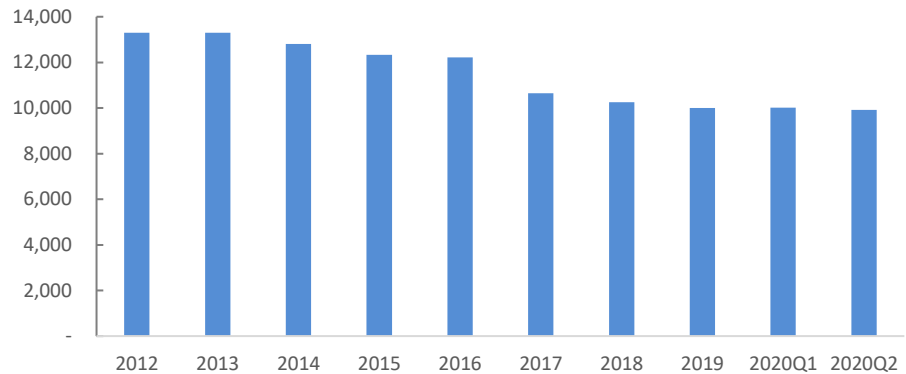


数据来源: Fastdata, 华福证券研究所

据《2020 中国酒店集团 TOP50 报告》: 截至 2020 年 1 月 1 日, 我国有限服务酒店总数已达到 46,464 家, 同比增加 4,045 家; 客房总数为 3,378,802 间, 同比增加 324,616 间, 增长 10.63%。其中, 中端酒店 9,611 家, 客房 965,098 间, 增长 52.18%; 经济型酒店 36,853 家, 客房 2,413,704 间, 下降 0.26%。同时, 全国第四次经济普查数据公报显示, 全国住宿企业法人单位共计 12.6 万家, 其中旅游饭店家数为 3.4 万家, 一般旅馆为 7.7 万家。按上述数据计算, 至 2020 年 1 月, 有限服务酒店家数目前大约分别占全国住宿企业法人单位总数的 36.88%, 占一般旅馆总数的 60.34%。

据中国文化和旅游部公布数据显示，近年来我国星级酒店数量总体呈下降趋势。据全国星级饭店统计管理系统数据，2012年星级饭店为13304家，2017年下降至10645家，而2020年第二季度该数据再次下降为9923家，且共6345家星级饭店经营数据通过审核。

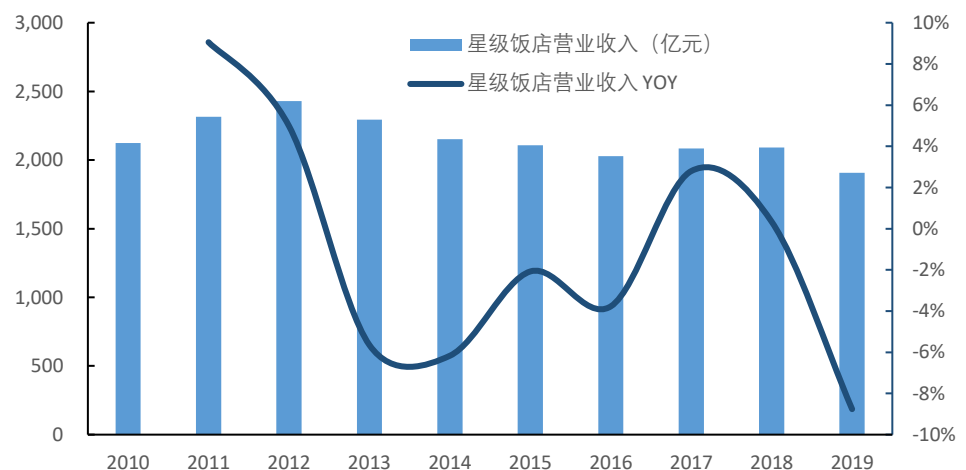
**图表 19：中国星级酒店数量逐年减少**



数据来源：文旅部，华福证券研究所

2013年以来，受三公消费限制以及整体宏观经济放缓影响，我国酒店市场整体不景气，至2019年疫情前，星级酒店收入整体看处于下行通道。至2019年，星级酒店营业收入已经降至1907.77亿元。

**图表 20：2012年后星级饭店营收整体下降**



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

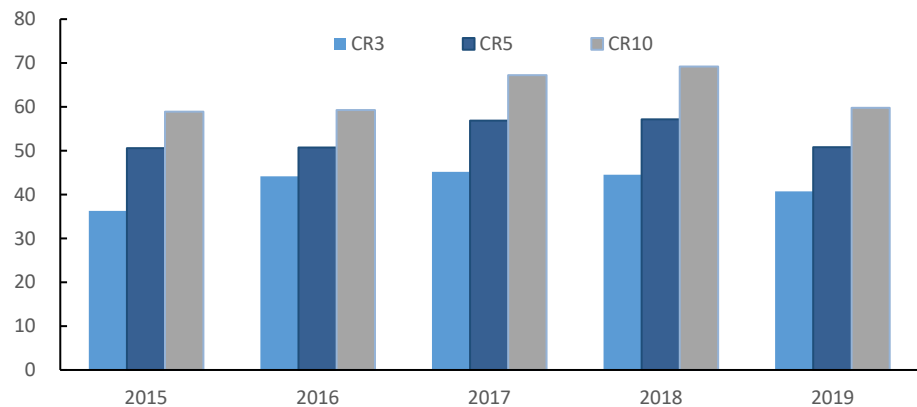
## 2.2 头部企业规模扩大，行业集中度逐渐上升

2015年到2018年，我国酒店行业集中度逐年提升，而在2019年，酒店行业集

中度有所下降。

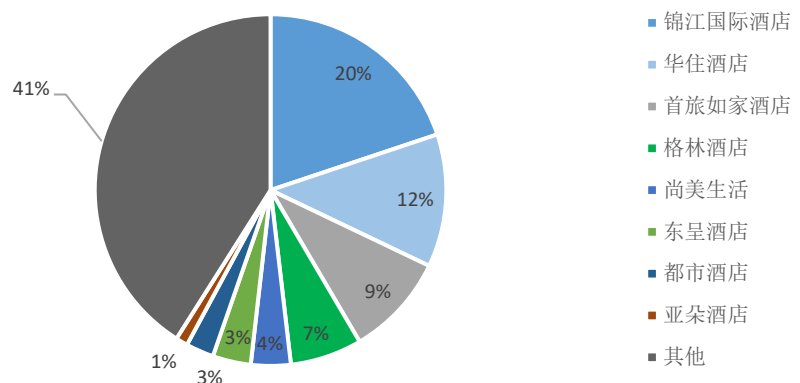
根据市占率的大小大致可以分为四个梯队。市场份额占比超过 10%的分别为锦江集团、华住集团和首旅集团，市场占有率分别为 19.50%、11.99%和 9.27%。三大龙头为我国酒店行业的第一梯队，行业集中度 CR3 达到了 40.76%。位于第二梯队的有格林酒店集团和尚美生活集团，市占率分别为 6.48%和 3.59%，行业集中度 CR5 为 50.83%。位于第三梯队的酒店为东呈酒店集团、都市酒店集团、亚朵生活等，市占率在 1%-5%之间。总体上看，我国酒店行业市场集中度仍然较高，CR10 达到了 59.76%。

**图表 21：中国酒店市场行业集中度**



数据来源：中国饭店协会，华福证券研究所

**图表 22：2020 年中国酒店行业品牌竞争格局**



数据来源：中国饭店协会，华福证券研究所

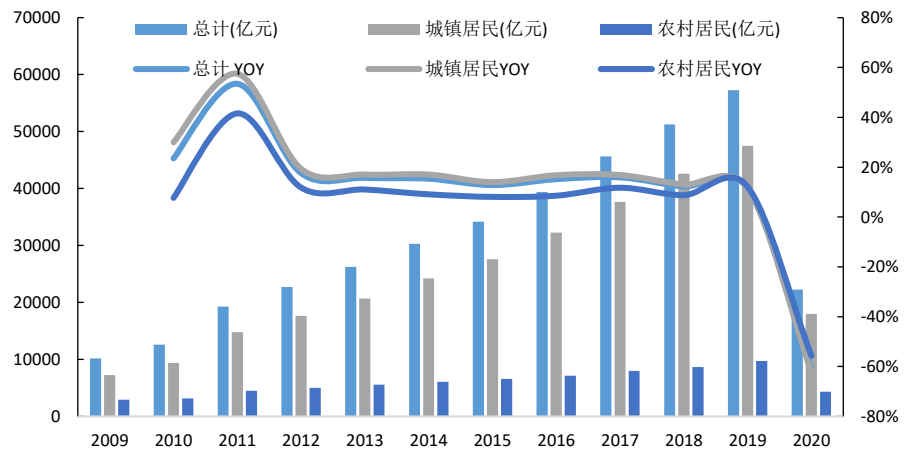
美国酒店行业市场集中度 CR10 约为 82.3%，中国较美国还有一定差距。根据发达国家酒店行业发展经验，未来我国酒店行业集中度将进一步提升，中小酒店集团没有足够的力量自建会员体系，客源高度依赖 OTA，揽客能力较差。因此可以看到近年来行业整合的事件频频发生，大型酒店集团正不断并购中小型酒店集团，这进一步

提升龙头集团的市场竞争力。

### 2.3 疫情致使旅游业遇冷，酒店行业加速出清

旅游是酒店业需求的一大来源。在 2020 年疫情下，酒店业受到直接冲击，遭遇行业寒冬。据《2020 中国酒店行业白皮书》，国际旅游方面，2020 年国际游客人次断崖式下降 74%；国内旅游方面，2020 年疫情重创整体旅游市场，相比出入境减幅 81.3%国内游同比仅下滑 52.1%。

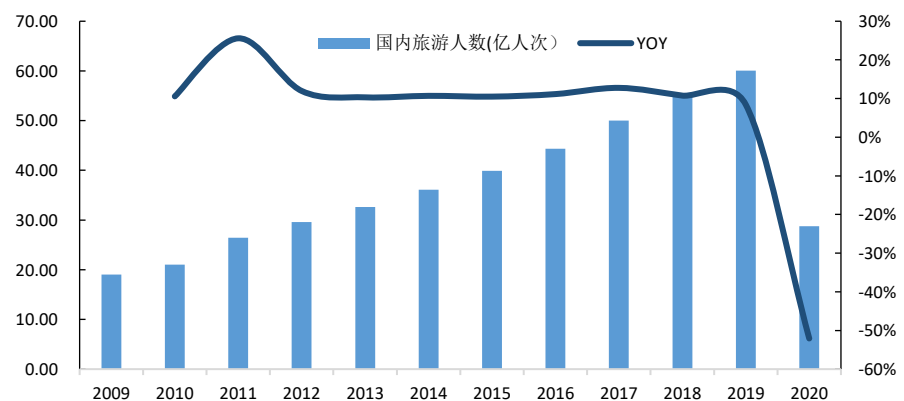
图表 23：居民旅游收入受疫情冲击明显



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

旅游恢复方面，经文化和旅游部数据中心测算，2021 年中秋节假期 3 天，全国累计国内旅游出游 8815.93 万人次，按可比口径恢复至 2019 年中秋假期的 87.2%。实现国内旅游收入 371.49 亿元，按可比口径恢复至 2019 年中秋假期的 78.6%。综合看数据恢复不及“五一”假期。

图表 24：2020 年国内旅游人次下降近一半



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

10 月 1 日至 7 日，全国国内旅游出游 5.15 亿人次，按可比口径同比减少 1.5%，按可比口径恢复至疫前同期的 70.1%。实现国内旅游收入 3890.61 亿元，同比减少 4.7%，恢复至疫前同期的 59.9%。结合今年中秋节旅游数据可知，国庆、中秋旅游

数据的恢复情况与五一假期相比较差。

**Delta** 病毒传染性较强，冬季疫情防控难度增大。鉴于目前旅游产业无法完全复苏，酒店业在短期内也不会完全恢复并继续增长。行业持续遇冷的时间可能会超出预期，这拉长了头部企业加紧布局、整合行业资源的窗口时间。

叠加本身就在进行的酒店行业集中度提升进程，疫情大大加快了集中度提升的节奏，许多单体中小酒店面临着残酷的市场，而大企业在风险承受能力方面拥有优势。市场加速出清在所难免。这对于锦江等头部酒店企业是一次“危中有机”的战略机会。依靠资金和管理优势，头部企业将加速对行业进行整合。

市场在存量竞争的发展模式下，以锦江和首旅酒店为代表的头部企业对于风险抵抗能力较强，将充分享受中小竞争者市场出清的红利。疫情期间，中小规模的单体酒店因为升级困难，资金周转紧张、安全隐患突出、抗风险能力弱等原因而惨遭市场淘汰，市场中锦江、首旅、华住、亚朵等头部酒店企业逆势扩增。

### 三、 盈利预测

目前环境下，酒店企业业绩预判的核心是疫情控制的程度及由此带来的行业恢复程度。结合病毒的变异能力和各国疫情防控政策和措施的不同步，全球疫情在未来 2-3 年内会持续蔓延，我国将不断面临国外输入病例造成的压力。所以，酒店行业只有在现有恢复过程完成之后，才会有再增长过程。

作为全球疫情控制最好的国家，据国家文旅部数据，我国 2021 年旅游行业（旅游人次）前三季度仅仅恢复到 2019 年的 70% 左右。而到了冬季，病毒传播机会增大，疫情防控压力只增不减。据公司披露的三季报，公司前三季度实现营业收入 83.49 亿元，恢复至 2019 年的 74% 左右。因为冬季疫情大概率加重，参考公司 2020 年四季度净利润为负的情况，我们预估酒店行业在 2021 年度的业绩只能恢复到 2019 年的 70% 左右，2022 年、2023 恢复至疫情前的 90%、110%。

图表 25：公司营收分类预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
自有和租赁酒店	92.65	89.60	51.74	62.72	80.64	98.56
YOY		-3.30%	-42.25%	21.22%	28.57%	22.22%
加盟和管理酒店	50.72	57.22	43.50	40.05	51.50	62.94
YOY		12.82%	-23.97%	-7.93%	28.57%	22.22%
餐饮收入	2.36	2.53	2.49	2.50	2.50	2.50
YOY		7.20%	-1.58%	0.40%	0.00%	0.00%
总收入	145.73	149.35	97.73	105.27	134.63	164.00
YOY		2.48%	-34.56%	7.72%	27.89%	21.81%

数据来源：公司公告，华福证券研究所 注：单位：百万元

### 四、 风险提示

1.新冠变异种的出现致使防疫效果不及预期。2.国内旅游政策的进一步收紧。



**图表 26: 财务预测摘要**

资产负债表							利润表						
会计年度	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	7,354.67	5,919.69	6,793.09	13,022.83	18,691.03	23,460.66	营业收入	14,697.42	15,099.02	9,897.56	10,661.27	13,635.01	16,608.74
应收票据及账款	995.48	1,157.17	1,076.31	899.51	1,150.41	1,401.31	营业成本	1,528.47	1,526.83	7,349.97	3,367.97	4,307.39	5,246.82
预付账款	279.24	210.54	220.05	196.08	250.78	305.47	销售费用	7,537.96	7,689.12	675.13	3,874.78	4,955.57	6,036.37
流动资产总计	9,835.19	8,496.02	9,418.19	15,285.65	21,514.09	26,843.98	管理费用	4,064.77	4,076.93	2,296.34	2,766.91	3,538.68	4,310.45
长期股权投资	405.06	502.45	657.22	657.22	657.22	657.22	研发费用	25.34	27.85	25.91	21.98	28.11	34.25
固定资产	6,634.16	6,431.56	5,862.70	5,008.75	4,142.81	3,264.88	财务费用	371.95	339.13	359.23	692.62	649.69	631.43
在建工程	539.49	504.71	459.17	382.64	306.11	229.58	营业利润	1,550.11	1,763.38	277.67	194.93	361.48	503.37
非流动资产合计	30,297.31	30,378.25	29,218.37	26,097.85	22,965.34	20,808.90	营业外收入	48.92	47.63	72.57	72.57	72.57	72.57
资产总计	40,132.50	38,874.27	38,636.56	41,383.50	44,479.43	47,652.88	营业外支出	35.03	51.92	46.65	46.65	46.65	46.65
短期借款	12.57	18.64	1,016.09	-	-	-	利润总额	1,564.00	1,759.09	303.59	220.86	387.40	529.30
应付票据及账款	2,026.85	2,006.54	1,787.37	3,237.11	4,140.04	5,042.96	所得税	336.32	479.97	63.70	109.36	109.36	123.10
流动负债合计	8,050.04	7,613.70	7,816.97	10,496.47	13,424.24	16,352.01	净利润	1,227.68	1,279.12	239.90	111.49	278.04	406.20
长期借款	15,507.54	14,116.41	14,540.08	14,540.08	14,540.08	14,540.08	少数股东损益	145.22	186.62	129.69	29.91	74.59	108.97
其他非流动负债	2,776.88	2,788.11	2,573.50	2,573.50	2,573.50	2,573.50	EBITDA	3,375.40	3,485.45	1,966.27	4,033.99	4,169.61	3,317.16
非流动负债合计	18,284.42	16,904.52	17,113.58	17,113.58	17,113.58	17,113.58	NOPLAT	1,478.22	1,390.04	464.83	492.67	626.28	740.42
负债合计	26,334.46	24,518.22	24,930.54	27,610.05	30,537.82	33,465.59	EPS(元)	1.01	1.02	0.10	0.08	0.19	0.28
股本	957.94	957.94	957.94	957.94	957.94	957.94	<b>主要财务比率</b>						
资本公积	8,043.69	7,865.13	7,865.59	7,865.59	7,865.59	7,865.59	会计年度	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
归属母公司权益	12,621.56	13,255.12	12,709.52	12,747.04	12,840.62	12,977.32	营收增长率	8.21%	2.73%	-34.45%	7.72%	27.89%	21.81%
少数股东权益	1,176.48	1,100.93	996.50	1,026.41	1,101.00	1,209.97	归母净利润增长率	22.76%	0.93%	-89.91%	-25.98%	149.38%	46.09%
股东权益合计	13,798.04	14,356.05	13,706.02	13,773.45	13,941.61	14,187.29	经营现金流增长率	7.49%	-33.51%	-2388.90%	98.61%	-25.63%	-16.66%
负债和股东权益合计	40,132.50	38,874.27	38,636.56	41,383.50	44,479.43	47,652.88	<b>盈利能力</b>						
<b>现金流量表</b>							毛利率	89.60%	89.89%	25.74%	68.41%	68.41%	68.41%
会计年度	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	净利率	8.35%	8.47%	2.42%	1.05%	2.04%	2.45%
税后经营利润	1,227.68	1,279.12	239.90	-249.39	-82.84	45.32	营业利润率	10.55%	11.68%	2.81%	1.83%	2.65%	3.03%
折旧与摊销	1,439.45	1,387.23	1,303.45	3,120.52	3,132.51	2,156.44	ROE	8.58%	8.24%	0.87%	0.64%	1.58%	2.29%
财务费用	371.95	339.13	359.23	692.62	649.69	631.43	ROIC	5.91%	6.20%	2.06%	2.17%	4.01%	7.12%
营运资金变动	1,029.65	23.82	-604.49	4,057.87	2,367.52	2,367.52	<b>估值倍数</b>						
经营性现金净流量	3,515.21	2,637.92	151.64	7,621.62	6,066.88	5,200.70	P/E	52.46	51.98	515.26	696.07	279.12	191.05
其他投资现金流量	-1,919.71	-1,917.05	-738.45	360.88	360.88	360.88	P/B	4.50	4.28	4.47	4.45	4.42	4.38
投资性现金净流量	-605.24	-885.92	939.26	360.88	360.88	360.88	EV/EBIT	31.33	28.67	91.78	58.78	46.67	37.94
其他筹资现金流量	-284.32	-1,631.74	-1,641.79	-736.68	-759.57	-791.95	EV/EBITDA	17.97	17.26	30.94	13.31	11.61	13.27
筹资性现金净流量	-5,443.69	-3,195.36	-220.23	-1,752.76	-759.57	-791.95							
现金流量净额	-2,526.40	-1,446.35	829.11	6,229.74	5,668.20	4,769.63							

数据来源: 同花顺 iFind, 华福证券研究所 注: 单位 百万元

## 分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

类别	说明	评级	体系
股票 投资评级	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15%以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业 投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

机构销售：王瑾璐

联系电话：021-20655132

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn