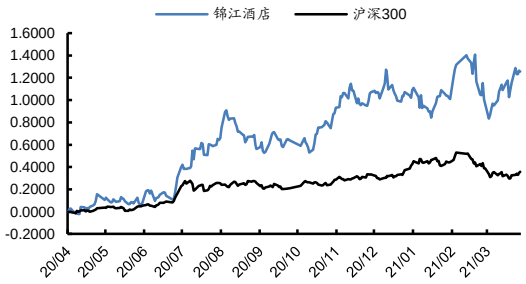
2021 年 04 月 06 日　　公司研究　　评级：增持（首次覆盖）

研究所
证券分析师：　赵越　S0350518110003
zhaoy01@ghzq.com.cn

境内外复苏存异，扩张中结构恒优

——锦江酒店（600754）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
锦江酒店	15.2	11.6	130.2
沪深 300	-1.9	-4.7	39.0

市场数据	2021-04-02
当前价格（元）	56.10
52 周价格区间（元）	24.56 - 61.38
总市值（百万）	60029.47
流通市值（百万）	53740.23
总股本（万股）	107004.41
流通股（万股）	95793.64
日均成交额（百万）	268.91
近一月换手（%）	14.45

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

公司发布 2020 年年报，实现营业收入 98.98 亿元，同比下滑 34.45%；归母净利润 1.10 亿元，同比减少 89.91%；扣非净利润亏损 6.7 亿元，同比下滑 175.05%。

投资要点：

- **疫情拖累业绩，加盟收入占比提升。**全球疫情对公司 2020 年正常经营带来严重的不利影响，尤其是欧洲疫情防控措施不断升级压制公司境外酒店经营，整体业绩同比大幅下滑。公司通过减免加盟商持续加盟费、新加盟酒店“双重低成本资金”支持等措施，树立加盟酒店信心；通过外部融资、削减支出、品牌重塑、产品升级等方式，保证卢浮集团财务稳健性。新收入准则变化带来与客房服务相关的成本由原先的销售及管理费用调入营业成本，整体毛利率降至 25.74%。加盟收入（含前期加盟服务、持续加盟服务、订房渠道）占比由 2019 年的 30%提升至 38%，抗周期风险能力得到进一步增强。经营净现金流量大幅下滑至 1.52 亿元，但仍保持为正。

- **新开酒店保持稳步增长，结构不断优化。**2020 年公司在全球新开业酒店 1842 家，净增开业酒店 892 家，截至年末已开业酒店 9406 家。2021 年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，新增开业酒店占目前已开业酒店总数的 16%，保持持续增长。从酒店结构看，直营/加盟店占比分别为 9.93%和 90.07%，直营店比例较 2019 年进一步降低 1.69 个百分点。中端及以上酒店数量占比由 2019 年的 41.85%提升至 2020 年的 47.01%，增幅达到 5.16 个百分点。中端及以上酒店数量占比提升，符合当前消费需求高端转移趋势，我国中档及以上客房数仅占 35%，大量低端住宿设施占据市场，全国酒店客房连锁化率仅 26%，品牌化提升空间广阔。

- **境内酒店恢复良好，境外仍待复苏。**2020 年全年公司境内酒店 RevPAR119.24 元/间，同比减少 24.18%，但 Q4 单季同比降幅已收窄至 2.75%，单季 RevPAR 提升至 150.8 元/间，单季平均出租率基本与 2019 年持平。境外酒店受海外疫情仍不明朗影响，2020 年度公司境外酒店业务实现营收 2.34 亿欧元，同比下降 55.91%，海外业务占比由原先的 27%降至 18%。全年境外酒店 RevPAR19.84 欧元/间，同比减少 46.55%，Q4 单季同比降幅达到 54.13%，卢浮集

团归属于母公司的净利润亏损 9625 万欧元。

- **首次覆盖，给予公司“增持”评级：**公司作为国内酒店龙头，有望充分受益于国内酒店品牌连锁化率提升，即将到来的“五一”假期对酒店需求持续增长；境外酒店不断提升抗风险能力，有望随着全球疫情控制而逐步复苏。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.98、1.43 和 2.04 元/股，对应当前股价 PE 分别为 57.24、39.21 和 27.51 倍，首次覆盖给予公司“增持”评级。

- **风险提示：**疫情反复或进一步加重风险；全球疫情控制不达预期风险；中高端独立酒店市场竞争风险。

预测指标	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	9898	14707	17622	19975
增长率(%)	-34%	49%	20%	13%
归母净利润（百万元）	110	1049	1531	2182
增长率(%)	-90%	852%	46%	43%
摊薄每股收益（元）	0.12	0.98	1.43	2.04
ROE(%)	0.80%	7.06%	9.25%	11.51%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：锦江酒店盈利预测表

证券代码:	600754.SH		股价:	56.10	投资评级:	增持		日期:	2021-04-02
财务指标	**2020**	**2021E**	**2022E**	**2023E**	**每股指标与估值**	**2020**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
盈利能力					**每股指标**				
ROE	1%	7%	9%	12%	EPS	0.12	0.98	1.43	2.04
毛利率	26%	36%	38%	40%	BVPS	13.27	12.83	14.22	16.21
期间费率	35%	31%	29%	28%	**估值**				
销售净利率	1%	7%	9%	11%	P/E	487.61	57.24	39.21	27.51
成长能力					P/B	4.23	4.37	3.94	3.46
收入增长率	-34%	49%	20%	13%	P/S	5.43	4.08	3.41	3.01
利润增长率	-90%	852%	46%	43%					
营运能力					**利润表（百万元）**	**2020**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
总资产周转率	0.26	0.37	0.43	0.45	**营业收入**	**9898**	**14707**	**17622**	**19975**
应收账款周转率	5.92	5.92	5.92	5.92	营业成本	7350	9369	10887	11949
存货周转率	101.03	101.03	101.03	101.03	营业税金及附加	115	170	204	231
偿债能力					销售费用	675	930	1026	1063
资产负债率	65%	62%	60%	57%	管理费用	2296	3265	3736	4035
流动比	1.20	1.43	1.68	2.02	财务费用	359	228	212	189
速动比	1.20	1.41	1.67	2.00	其他费用/（-收入）	954	780	670	670
					营业利润	**278**	**1524**	**2227**	**3177**
资产负债表（百万元）	**2020**	**2021E**	**2022E**	**2023E**	营业外净收支	26	5	5	5
现金及现金等价物	6793	6975	8819	11385	**利润总额**	**304**	**1529**	**2232**	**3182**
应收款项	1673	2486	2978	3376	所得税费用	64	321	468	668
存货净额	73	94	110	121	**净利润**	240	1208	1764	2514
其他流动资产	880	1183	1368	1516	少数股东损益	130	160	233	332
流动资产合计	**9418**	**10484**	**13021**	**16144**	**归属于母公司净利润**	**110**	**1049**	**1531**	**2182**
固定资产	5863	5648	5442	5245					
在建工程	459	459	459	459	**现金流量表（百万元）**	**2020**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
无形资产及其他	7212	6954	6594	6246	**经营活动现金流**	**152**	**1460**	**2357**	**3203**
长期股权投资	657	757	857	957	净利润	240	1208	1764	2514
资产总计	**38637**	**39330**	**41401**	**44078**	少数股东权益	130	160	233	332
短期借款	1016	16	16	16	折旧摊销	777	595	574	547
应付款项	1787	2320	2697	2962	公允价值变动	70	100	100	100
预收帐款	5	8	10	11	营运资金变动	(1065)	(1673)	(1071)	(823)
其他流动负债	5008	5008	5008	5008	**投资活动现金流**	**939**	**115**	**106**	**98**
流动负债合计	**7817**	**7352**	**7731**	**7997**	资本支出	614	215	206	198
长期借款及应付债券	14540	14540	14540	14540	长期投资	(155)	(100)	(100)	(100)
其他长期负债	2573	2573	2573	2573	其他	480	0	0	0
长期负债合计	**17114**	**17114**	**17114**	**17114**	**筹资活动现金流**	**(909)**	**(1029)**	**(42)**	**(59)**
负债合计	**24931**	**24466**	**24845**	**25111**	债务融资	1421	(1000)	0	0
股本	958	1070	1070	1070	权益融资	0	0	0	0
股东权益	13706	14865	16556	18967	其它	(2330)	(29)	(42)	(59)
负债和股东权益总计	**38637**	**39330**	**41401**	**44078**	**现金净增加额**	**182**	**546**	**2421**	**3241**

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【研究小组介绍】

赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3 年多元化央企战略研究与分析经验，2016 年进入国海证券，从事社服、环保行业及上市公司研究。
任春阳，华东师范大学经济学硕士，3 年证券行业经验，2016 年进入国海证券，从事计算机与环保行业上市公司研究。

【分析师承诺】

赵越，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数;
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数;
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间;
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。