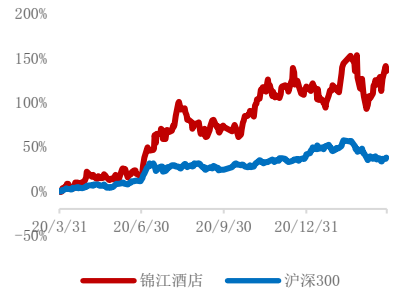
社服/酒店 锦江酒店（600754.SH） 维持评级

报告原因：业绩公告 境内酒店 RevPAR 稳步提升，海外业务拖累业绩端 增持

2021 年 3 月 31 日 公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021 年 3 月 30 日

收盘价(元)：	55.51
年内最高/最低（元）：	59.84/23.35
流通 A 股/总股本（亿）：	8.02/10.70
流通 A 股市值（亿）：	445.15
总市值（亿）：	593.98

基础数据：2020 年 12 月 31 日

基本每股收益：	0.1105
每股净资产(元)：	11.88
净资产收益率：	0.85%

分析师：张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

电话：010-83496312

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

相关报告：

【山证社服】锦江酒店（600754.SH）2020 年业绩预告点评：欧洲业务冲击业绩端，定增获批优化业务结构（2021-02-05）

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层 山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件点评

- **公司发布 2020 年财报，期内实现营收 98.97 亿元（-34.45%），归母净利润 1.1 亿元（-89.91%），**扣非业绩亏损 6.69 亿元（-175.05%），EPS0.11 元。年内公司营收、归母净利润、经营活动产生现金流量净额同比下滑显著，均受疫情影响所致。
- **受益于国内疫情有效防控，境内酒店市场持续回暖。**下半年随着境内疫情有效防控，酒店市场持续回暖，公司旗下境内酒店运营情况逐步恢复正常，中国大陆境内实现营收 78.11 亿元（-28.33%），收入占全部酒店业务比重 80.96%，中国大陆境外实现营收 18.37 亿元（-55.16%），收入占全部酒店业务比重 19.04%。
- **全年酒店经营情况逐渐好转，RevPAR 稳步提升。**2020 年全年中端酒店 ADR233.22 元（-10.32%），OCC60.45%（-11.49pct），RevPAR154.97 元（-23.55%）；经济型酒店 ADR140.54 元（-12.39%），OCC53.61%（-18.02pct），RevPAR75.34 元（-34.44%）。
- **境外酒店受限于欧洲疫情反复以及各国隔离政策，市场恢复仍存在不确定性。**中国大陆境外实现营收 18.37 亿元（-55.16%），收入占全部酒店业务比重 19.04%。中端酒店 ADR63.51 欧元（-3.8%），OCC34.17%（-25.6pct），RevPAR21.7 欧元（-45.05%）；经济型酒店 ADR50.08 欧元（-7.16%），OCC38.22%（-28.83pct），RevPAR19.14 欧元（-47.05%）。
- **期内毛利率大幅下滑 64.15pct 至 25.74%，整体费用率下滑 46.44pct 至 33.91%。**其中销售费用率 6.82%（-44.10pct）、管理费用率 23.2%（-3.8pct）系本期执行新收入准则所致，研发费用率 0.26%（+0.08pct）财务费用率 3.63%（+1.38pct）。其他收益 4.55 亿元（+386.13%）系受疫情影响，政府部门给予疫情专项支持补贴所致。投资收益 8.14 亿元（+236.96%）系本期转让子公司股权取得投资收益所致。
- **投资建议：**境内商旅出行、休闲旅游等需求释放提升酒店入住率；境外疫苗接种计划有序进行，卢浮酒店积极采取外部融资，境外业务年内有望出现拐点。公司定增获批，持续优化业务结构，预计未来两年存量酒店数量达到 15000 家，未来存量房+新增房布局不断提高。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.16\1.53\1.83，对应公司 3 月 30 日收盘价 55.51 元，2021-2023 年 PE 分别为 47.7\36.4\30.3，维持“增持”评级。

存在风险

- 经营成本上升风险；居民消费需求不及预期风险；疫情持续扩散风险。

盈利预测和财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	9898	13560	16678	19180
收入同比	-34%	37%	23%	15%
归母净利润（百万元）	110	1115	1462	1756
净利润同比	-90%	912%	31%	20%
毛利率	25.7%	89.5%	89.8%	89.9%
ROE	1.8%	7.1%	8.6%	9.3%
EPS（元）	0.10	1.16	1.53	1.83
P/E	538.95	47.68	36.36	30.28
P/B	4.67	3.82	3.47	3.12
EV/EBITDA	138	24	20	18

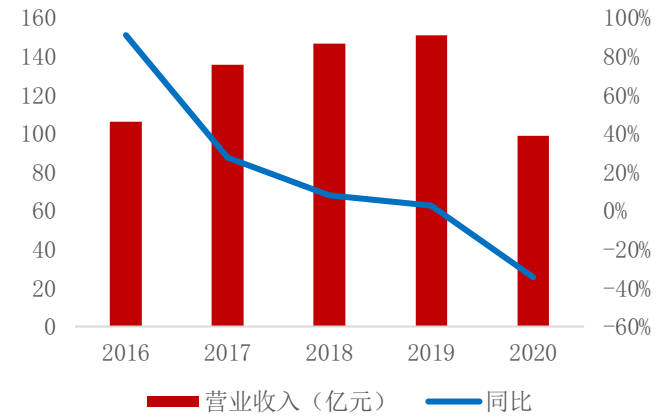
资料来源：wind，山西证券研究所

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

1. 公司 2020 年业绩表现

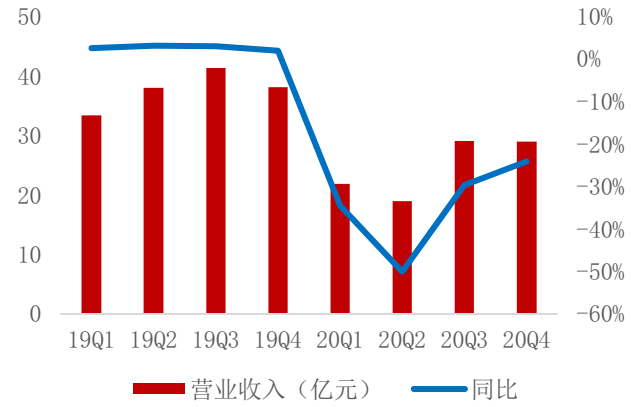
公司发布 2020 年财报，期内实现营收 98.97 亿元（-34.45%），归母净利润 1.1 亿元（-89.91%），扣非业绩亏损 6.69 亿元（-175.05%），EPS0.11 元。其中 Q4 实现营收 28.95 亿元（-24.15%），环比 Q3 减少 0.17 亿元，年内 Q3 单季度营收最高；Q4 归母业绩亏损 1.91 亿元（-186.96%），环比 Q3 亏损增加 2.06 亿元，年内仅 Q4 单季度业绩亏损。年内公司营收、归母净利润、经营活动产生现金流量净额同比下滑显著，均受疫情影响所致。

图 1：锦江酒店营收情况及增速



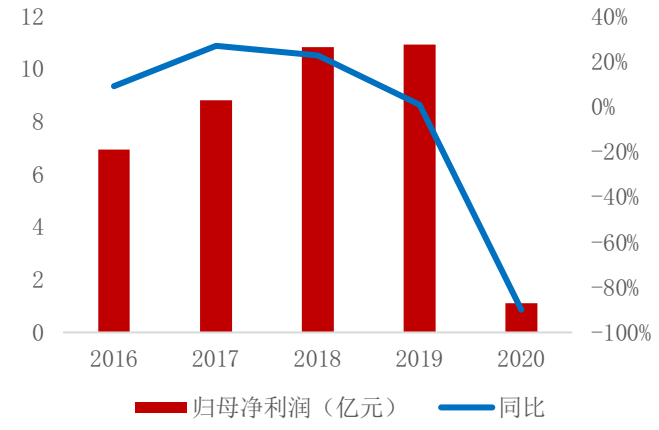
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：锦江酒店单季度营收情况及增速



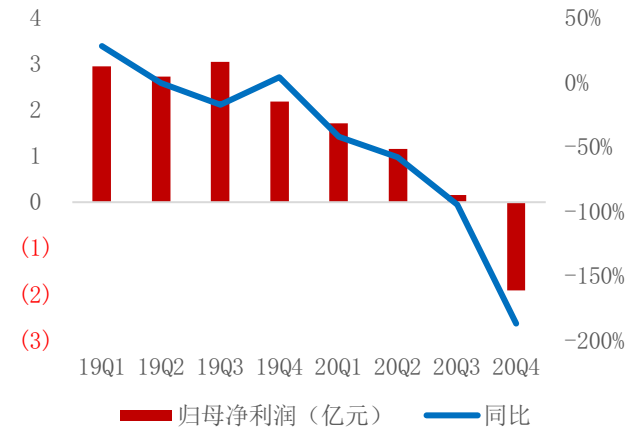
数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：锦江酒店归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 4：锦江酒店单季度归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

1.1 收入端

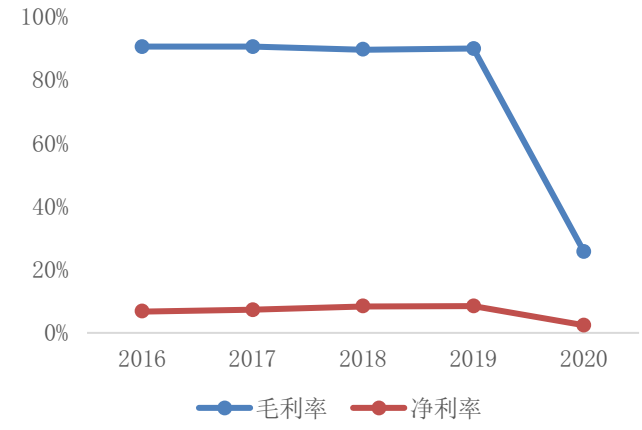
受益于国内疫情有效防控，境内酒店市场持续回暖。年内有限服务型酒店实现营收 96.48 亿元（-35.01%），净利润 3627 万元（-96.51%）,食品及餐饮业务实现营收 2.49 亿元（-1.54%）。疫情袭来，公司推出减免加盟商持续加盟费、新加盟酒店双重低成本资金支持等措施，前期加盟服务收入 7.4 亿元（-17.98%），持续加盟及劳务派遣服务收入 2.82 亿元（-17.16%）。下半年随着境内疫情有效防控，酒店市场持续回暖，公司旗下境内酒店运营情况逐步恢复正常，中国大陆境内实现营收 78.11 亿元（-28.33%），收入占全部酒店业务比重 80.96%，中国大陆境外实现营收 18.37 亿元（-55.16%），收入占全部酒店业务比重 19.04%。

境外酒店受限于欧洲疫情反复以及各国隔离政策，市场恢复仍存在不确定性。中国大陆境外实现营收 18.37 亿元(-55.16%)，收入占全部酒店业务比重 19.04%。中端酒店 ADR63.51 欧元(-3.8%)，OCC34.17%(-25.6pct)，RevPAR21.7 欧元（-45.05%）；经济型酒店 ADR50.08 欧元（-7.16%），OCC38.22%（-28.83pct），RevPAR19.14 欧元（-47.05%）。

1.2 费用端

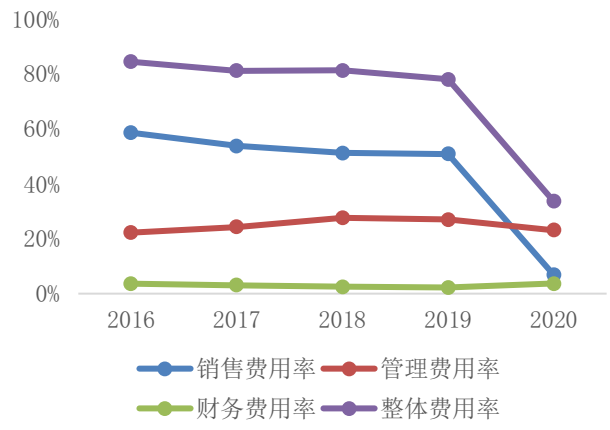
期内毛利率大幅下滑 64.15pct 至 25.74%，整体费用率下滑 46.44pct 至 33.91%。其中销售费用率 6.82%（-44.10pct）、管理费用率 23.2%（-3.8pct）系本期执行新收入准则所致，研发费用率 0.26%（+0.08pct）财务费用率 3.63%（+1.38pct）。其他收益 4.55 亿元（+386.13%）系受疫情影响，政府部门给予疫情专项支持补贴所致。投资收益 8.14 亿元（+236.96%）系本期转让子公司股权取得投资收益所致。

图 5：锦江酒店毛利率和净利率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

图 6：锦江酒店各项费用率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

1.3 酒店经营数据情况

全年酒店经营情况逐渐好转，RevPAR 稳步提升。年内新开业酒店 1842 家，开业退出酒店 323 家，开业转筹建酒店 627 家，净增开业酒店 892 家，其中直营酒店减少 55 家，加盟酒店增加 947 家。2020 年全年中端酒店 ADR233.22 元(-10.32%)，OCC60.45%(-11.49pct)，RevPAR154.97 元(-23.55%)；经济型酒店 ADR140.54 元（-12.39%），OCC53.61%（-18.02pct），RevPAR75.34 元（-34.44%）。

2. 投资建议及盈利预测

国内疫情基本得到有效防控，商旅出行、休闲旅游等需求持续释放提升酒店入住率；境外欧洲多国再次进入封锁状态，随着疫苗接种计划有序进行，卢浮酒店积极采取外部融资，境外业务年内有望出现拐点。公司定增获批，持续优化业务结构，预计未来两年存量酒店数量达到 15000 家，未来存量房+新增房布局不断提高。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.16\1.53\1.83，对应公司 3 月 30 日收盘价 55.51 元，2021-2023 年 PE 分别为 47.7\36.4\30.3，维持“增持”评级。

3. 风险提示

宏观经济增速放缓或出现剧烈波动风险；公司经营成本上升风险；居民消费需求不及预期风险；疫情持续扩散风险。

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	9,418	9,634	10,646	11,952
现金	6,793	7,472	8,220	9,206
应收账款	1,673	1,557	1,815	2,125
其他应收款	596	265	265	265
预付账款	220	222	227	233
存货	73	75	76	78
其他流动资	63	44	44	44
非流动资产	29,218	30,211	30,521	31,237
长期投资	657	789	828	911
固定资产	7,075	7,782	7,938	8,176
无形资产	7,212	7,284	7,357	7,430
其他非流动	14,275	14,356	14,398	14,720
资产总计	38,637	39,846	41,167	43,189
流动负债	7,817	7,105	7,062	7,024
短期借款	1,016	1,036	1,057	1,078
应付账款	1,787	1,805	1,823	1,842
其他流动负	5,014	4,263	4,182	4,104
非流动负债	17,114	16,863	17,003	17,128
长期借款	14,540	14,685	14,832	14,981
其他非流动	2,573	2,177	2,170	2,147
负债合计	24,931	23,967	24,065	24,151
少数股东权	997	350	350	350
股本	958	958	958	958
资本公积	7,866	437	437	437
留存收益	3,896	3,929	3,961	3,994
归属母公司股东	12,710	15,529	17,102	19,038
负债和股东权	38,637	39,846	41,167	43,189

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	0	1,309	1,230	1,436
净利润	110	1,115	1,462	1,756
折旧摊销	0	105	105	105
财务费用	0	(6)	(10)	(10)
投资损失	0	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	1,761	81	(341)	(428)
其他经营现	(1,871	15	15	15
投资活动现金	0	(1,431)	(1,149	(1,149
资本支出	0	(900)	(900)	(900)
长期投资	(155)	(250)	(250)	(250)
其他投资现	155	(281)	1	1
筹资活动现金	0	(1,595)	(822)	(880)
短期借款	997	(430)	(430)	(430)
长期借款	424	40	40	40
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增	0	0	(50)	(50)
其他筹资现	(1,421	(1,205)	(382)	(440)
现金净增加额	0	(1,717)	(741)	(592)

利润表 单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	9,898	13,560	16,678	19,180
营业成本	7,350	1,424	1,701	1,937
营业税金及附加	115	41	50	58
销售费用	675	6,902	8,423	9,609
管理费用	2,296	3,390	4,170	4,795
财务费用	359	298	367	422
资产减值损失	(70)	(1)	(1)	(1)
公允价值变动收	70	0	0	0
投资净收益	814	1	1	1
营业利润	278	1,507	1,970	2,362
营业外收入	73	0	0	0
营业外支出	47	1	1	1
利润总额	304	1,507	1,970	2,361
所得税	64	377	492	590
净利润	240	1,130	1,477	1,771
少数股东损益	130	15	15	15
归属母公司净利	110	1,115	1,462	1,756
EBITDA	415	2,735	3,234	3,650
EPS（元）	0.10	1.16	1.53	1.83

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	-34.45	37.00%	23.00%	15.00%
营业利润	-84.25	442.88	30.72%	19.85%
归属于母公司净	-89.91	911.87	31.14%	20.06%
获利能力				
毛利率(%)	25.74%	89.50%	89.80%	89.90%
净利率(%)	1.11%	8.22%	8.77%	9.15%
ROE(%)	1.75%	7.12%	8.64%	9.30%
ROIC(%)	7.80%	8.40%	8.70%	9.10%
偿债能力				
资产负债率(%)	64.53%	60.15%	58.46%	55.92%
净负债比率(%)	17.33%	6.34%	0.15%	-5.41%
流动比率	1.20	1.36	1.51	1.70
速动比率	1.20	1.35	1.50	1.69
营运能力				
总资产周转率	0.26	0.35	0.41	0.45
应收账款周转率	8.86	11.45	11.74	11.25
应付账款周转率	5.22	7.55	9.19	10.47
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.10	1.16	1.53	1.83
每股经营现金流(最新摊	0.00	1.22	1.15	1.34
每股净资产(最新摊薄)	11.88	14.51	15.98	17.79
估值比率				
P/E	538.9	47.7	36.4	30.3
P/B	4.7	3.8	3.5	3.1
EV/EBITDA	137.60	23.92	20.24	17.86

分析师承诺：

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，本人承诺，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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。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。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336