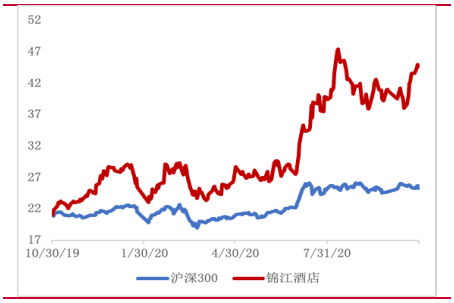
社服\酒店 | 锦江酒店（600754.SH） | 维持评级

报告原因：业绩公告 | Q3 实现净现金流 RevPAR 双增长 | 增持

2020 年 10 月 31 日 | 公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 10 月 30 日

收盘价(元)：	44.71
年内最高/最低（元）：	47.45/20.96
流通 A 股/总股本（亿）：	8.02/9.58
流通 A 股市值（亿）：	376.56
总市值（亿）：	428.29

基础数据：2020 年 9 月 30 日

基本每股收益：	0.3141
每股净资产(元)：	16.36
净资产收益率：	2.29%

分析师：刘小勇

执业登记编码： S0760511010019

电话：010-83496387

邮箱：liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理：张晓霖

电话：010-83496312

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

相关报告：

【山证社服】锦江酒店（600754.SH）2020 年三季报点评： Q2 新开店步伐提速，入住率、RevPAR 环比 Q1 改善明显（2020-8-29）

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 年三季报，期内实现营收 70.02 亿元（-38.94%），归母净利润 3.01 元（-65.52%）**，扣非归母业绩亏损 4.05 亿元（-150.63%），EPS0.31 元。其中 Q3 实现营收 29.12 亿元（-29.64%），归母净利润 1557 万元（-94.90%），环比 Q1 减少 1.55 亿元，Q2 减少 9917 万元。受费用端拖累，Q3 业绩较上半年有所下滑。
- **公司 Q3 开始执行轻资产酒店经营计划，三季度新开店步伐提速。**2020Q1-3 公司新开店 1266 家（Q3 615 家、Q2 398 家、Q1 253 家），开业退出酒店 663 家（Q3 305 家、Q2 225 家、Q1 133 家），净开店 603 家（Q3 310 家、Q2 173 家、Q1 120 家）。
- **中端酒店恢复情况好于经济型酒店，Q3 酒店经营情况较 Q2 整体提升 10 个百分点。**20Q3 公司所有酒店 RevPAR144.59 元（-14.48%），ADR196.22 元（-8.9%），OCC73.69%（-4.8pct）。其中经济型酒店 Q3RevPAR92.38 元（-26.68%），中端酒店 RevPAR185.26 元（-13.24%）。
- **期内毛利率下滑 67.41pct 至 22.32，整体费用率上升 7.61pct 至 86.61%。**其中销售费用率 60.24%（+9.31pct）、管理费用率 22.52%（-2.93pct）、研发费用率 0.41%（+0.09pct）、财务费用率 3.44%（+1.14pct）。Q3 毛利率下滑 56.53pct 至 33.52%，净利率下滑 6.61pct 至 2.25%。
- **投资建议：**从酒店经营数据来看，Q3 环比 Q1、Q2 入住率、RevPAR 有显著提升。Q3 经营活动产生的现金流量净流入 7.72 亿元，相较于半年度末的净流出，公司业绩恢复能力显著提升。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.41\1.45\1.71，对应公司 10 月 30 日收盘价 44.71 元，2020-2022 年 PE 分别为 107.7\30.9\26.2，维持“增持”评级。

存在风险

- 公司经营成本上升风险；居民消费需求不及预期风险。

盈利预测和财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	15099	8757	14646	17209
收入同比	3%	-42%	67%	18%
归母净利润（百万元）	1092	398	1388	1633
净利润同比	1%	-64%	249%	18%
毛利率	89.9%	82.5%	88.0%	89.0%
ROE	8.9%	2.6%	8.2%	8.7%
EPS（元）	1.14	0.41	1.45	1.71
P/E	39.20	107.74	30.85	26.22
P/B	3.23	2.73	2.49	2.26
EV/EBITDA	12	36	19	17

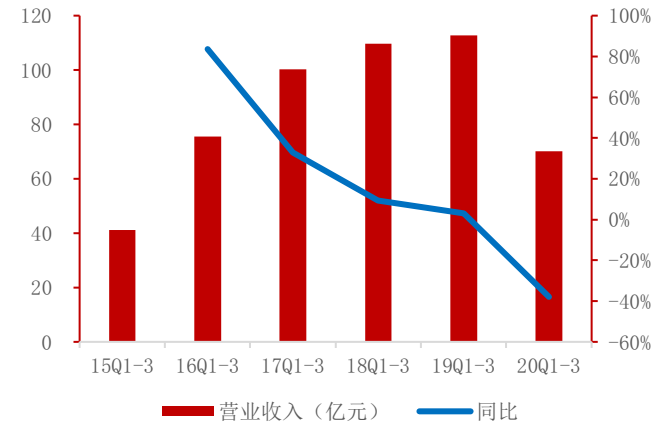
资料来源：wind，山西证券研究所

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. 公司三季报业绩表现

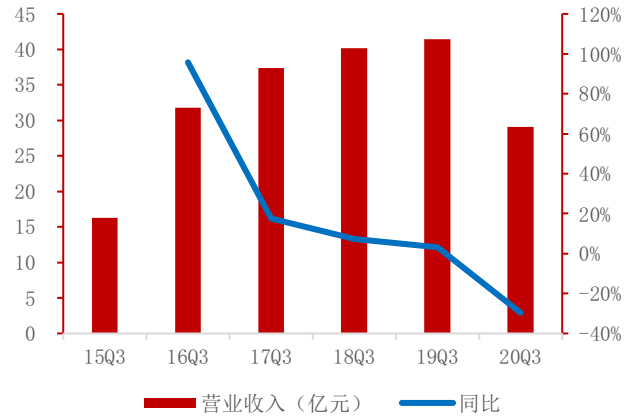
公司发布 2020 年三季报，期内实现营收 70.02 亿元（-38.94%），归母净利润 3.01 元（-65.52%），扣非归母业绩亏损 4.05 亿元（-150.63%），EPS0.31 元。其中 Q3 实现营收 29.12 亿元（-29.64%），归母净利润 1557 万元（-94.90%），环比 Q1 减少 1.55 亿元，Q2 减少 9917 万元。受费用端拖累，Q3 业绩较上半年有所下滑。

图 1：锦江酒店 Q1-3 营收情况及增速



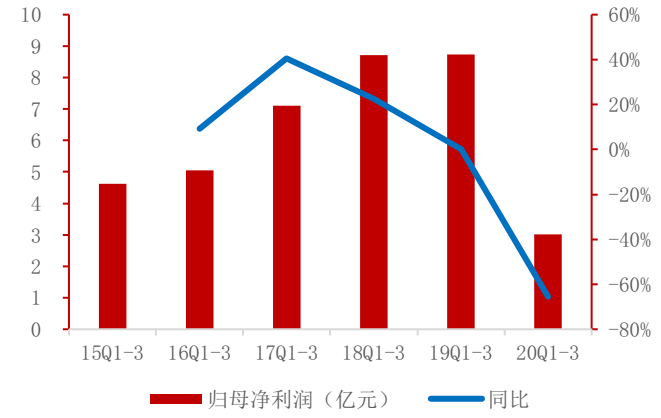
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：锦江酒店 Q3 营收情况及增速



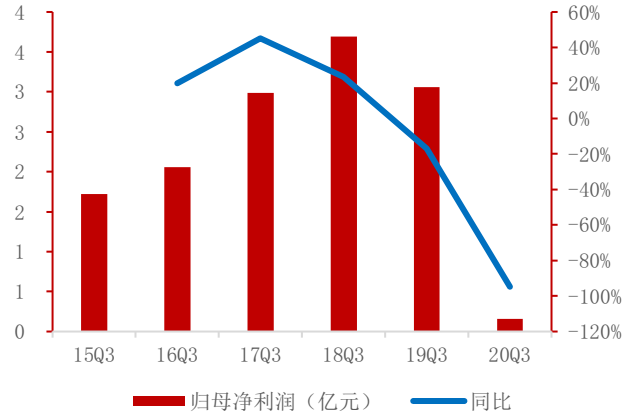
数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：锦江酒店 Q1-3 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 Q3 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

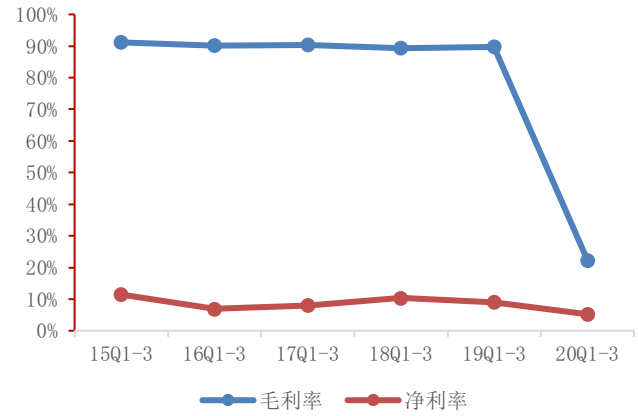
公司 Q3 开始执行轻资产酒店经营计划，三季度新开店步伐提速。2020Q1-3 公司新开店 1266 家（Q3 615 家、Q2 398 家、Q1 253 家），开业退出酒店 663 家（Q3 305 家、Q2 225 家、Q1 133 家），净开店 603 家（Q3 310 家、Q2 173 家、Q1 120 家）。

20Q3 有限服务型连锁酒店业务实现营收 22.53 亿元（-23.89%），服务费收入 1.67 亿元（-43.62%），加盟费收入 7.11 亿元（-1.47%）。食品及餐饮业务收入 6169 万元（-13.86%）。

1.2 费用端

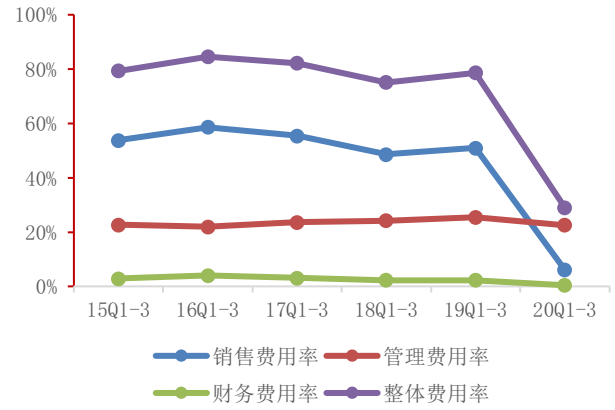
期内毛利率下滑 67.41pct 至 22.32，整体费用率上升 7.61pct 至 86.61%。其中销售费用率 60.24%(+9.31pct)、管理费用率 22.52%（-2.93pct）、研发费用率 0.41%（+0.09pct）、财务费用率 3.44%（+1.14pct）。Q3 毛利率下滑 56.53pct 至 33.52%，净利率下滑 6.61pct 至 2.25%。其中销售费用率 4.2%(-43.42pct)、管理费用率 20.82%（-3.66pct）、财务费用率 3.12%（+1.14pct）、整体费用率 28.14%（-45.95pct）。

图 5：锦江酒店 Q1-3 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 Q1-3 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

中端酒店恢复情况好于经济型酒店，Q3 酒店经营情况较 Q2 整体提升 10 个百分点。20Q3 公司所有酒店 RevPAR144.59 元(-14.48%)，ADR196.22 元(-8.9%)，OCC73.69%(-4.8pct)。其中经济型酒店 Q3RevPAR92.38

元（-26.68%），ADR138.21 元（-16.7%），OCC66.84%（-9.1pct）；中端酒店 RevPAR185.26 元（-13.24%），ADR234.42 元（-10.93%），OCC79.03%（-2.1pct）。

2. 投资建议及盈利预测

从酒店经营数据来看，Q3 环比 Q1、Q2 入住率、RevPAR 有显著提升。Q3 经营活动产生的现金流量净流入 7.72 亿元，相较于半年度末的净流出，公司业绩恢复能力显著提升。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.41\1.45\1.71，对应公司 10 月 30 日收盘价 44.71 元，2020-2022 年 PE 分别为 107.7\30.9\26.2，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	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	8,496	8,785	9,721	10,922
现金	5,920	6,512	7,163	8,022
应收账款	1,639	1,654	1,931	2,265
其他应收款	482	265	265	265
预付账款	211	213	217	223
存货	94	96	98	101
其他流动资	151	46	47	45
非流动资产	30,378	30,382	30,658	31,335
长期投资	502	603	633	696
固定资产	7,299	8,028	8,189	8,435
无形资产	7,261	7,334	7,407	7,481
其他非流动	15,316	14,417	14,429	14,723
资产总计	38,874	39,167	40,380	42,257
流动负债	7,614	6,601	6,541	6,512
短期借款	19	19	19	20
应付账款	2,007	2,027	2,047	2,067
其他流动负	5,589	4,555	4,475	4,425
非流动负债	16,905	16,548	16,643	16,802
长期借款	14,116	14,258	14,400	14,544
其他非流动	2,788	2,291	2,243	2,258
负债合计	24,518	23,149	23,184	23,315
少数股东权益	1,101	350	350	350
股本	958	958	958	958
资本公积	7,865	437	437	437
留存收益	4,407	4,445	4,483	4,521
归属母公司股东	13,255	15,668	17,196	18,942
负债和股东权	38,874	39,167	40,380	42,257

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	2,638	591	1,127	1,387
净利润	1,092	398	1,388	1,633
折旧摊销	1,387	105	105	105
财务费用	422	(6)	(10)	(10)
投资损失	(242)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(1,258	81	(370)	(355)
其他经营现	1,236	15	15	15
投资活动现金	(886)	(1,438)	(1,149	(1,147
资本支出	0	(900)	(900)	(900)
长期投资	(90)	(250)	(250)	(250)
其他投资现	(796)	(288)	1	3
筹资活动现金	(3,195	(1,604)	(445)	(446)
短期借款	6	(430)	(430)	(430)
长期借款	(1,391	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	(1,810	(1,214)	(5)	(6)
现金净增加额	(1,443	(2,451)	(467)	(206)

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	15,099	8,757	14,646	17,209
营业成本	1,527	1,533	1,758	1,893
营业税金及附加	164	26	44	52
销售费用	7,689	4,729	7,616	8,949
管理费用	4,077	1,927	3,369	4,130
财务费用	339	(5)	(9)	(10)
资产减值损失	(33)	(1)	(1)	(1)
公允价值变动收	117	0	0	0
投资净收益	242	1	1	1
营业利润	1,763	551	1,871	2,198
营业外收入	48	0	0	0
营业外支出	52	1	1	1
利润总额	1,759	550	1,871	2,198
所得税	480	138	468	549
净利润	1,279	413	1,403	1,648
少数股东损益	187	15	15	15
归属母公司净利	1,092	398	1,388	1,633
EBITDA	2,868	1,492	2,776	3,072
EPS（元）	1.14	0.41	1.45	1.71

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	2.73%	-42.00%	67.24%	17.50
营业利润	13.76	-68.78%	239.91%	17.48
归属于母公司净	0.93%	-63.61%	249.19%	17.67
获利能力				
毛利率(%)	89.89	82.50%	88.00%	89.00
净利率(%)	7.24%	4.54%	9.48%	9.49%
ROE(%)	8.91%	2.58%	8.16%	8.70%
ROIC(%)	7.80%	8.40%	8.70%	9.10%
偿债能力				
资产负债率(%)	63.07	59.10%	57.41%	55.17
净负债比率(%)	22.19	16.58%	9.94%	3.92%
流动比率	1.12	1.33	1.49	1.68
速动比率	1.10	1.32	1.47	1.66
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.22	0.37	0.42
应收账款周转率	14.03	6.88	9.59	9.39
应付账款周转率	7.49	4.34	7.19	8.37
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.14	0.41	1.45	1.71
每股经营现金流(最新摊	2.75	0.62	1.18	1.45
每股净资产(最新摊薄)	13.84	16.36	17.95	19.77
估值比率				
P/E	39.2	107.7	30.9	26.2
P/B	3.2	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	11.91	35.75	19.22	17.27

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而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、地位和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 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——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“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。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，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。否则，本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，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我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》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我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》规定特此告知我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