东兴证券 DONGXING SECURITIES

锦江酒店（600754）：境内经营环比改善，产品结构持续优化

2020 年 08 月 31 日

推荐/维持

锦江酒店 | 公司报告

事件：公司发布 2020 年半年度报告，锦江酒店上半年实现营业收入 40.9 亿元，同比下滑 42.7%，归母净利润 2.85 亿元，同比下滑 49.8%。

境内酒店收入环比改善，境外 Q2 亏损拖累业绩。上半年公司实现营收 40.9 亿元(-42.7%)，其中境内/境外实现营收 30.7/9.1 亿元，同比-39.3%/-53.6%；Q2 实现营收 18.5 亿元（-13.4%），其中境内/境外实现营收 16.3/2.2 亿元，环比 13.1%/-68.6%，Q2 境内酒店环比已开始复苏，但境外受疫情爆发影响环比恶化。分品牌来看，上半年铂涛/维也纳营收同比-49.8%/-24.3%，归母净利润同比-91.5%/-91.4%。随着国内疫情恢复，铂涛、维也纳作为中端品牌快速复苏，两品牌 Q2 业绩显著改善，净利润转正，环比 215.1%/254.9%。卢浮上半年受海外疫情影响亏损较大，营收同比-54.4%，归母净利润同比-480.5%。此外，公司食品及餐饮业务上半年营收 1.04 亿元（-10.5%），降幅小于酒店业务。

境内经营有序恢复，入住率提升助力 RevPAR 降幅环比收窄。境内酒店上半年总体/中端/经济型 RevPAR-42.8%/-42.1%/-50.9%，ADR-9.7%/-14.7%/-14.0%，入住率恢复至去年同期 63%/68%/57%，**中端酒店通过房价调整，入住率实现更快恢复。**单二季度看，境内酒店 RevPAR-34.5%，ADR-14.2%，入住率恢复到去年同期 76.4%，受益于入住率的提升，Q2 RevPAR 降幅收窄，经营情况环比改善。**海外疫情持续发酵，导致境外酒店 Q2 入住率大幅下降，经营承压。**境外酒店上半年 RevPAR-46.9%，ADR-3.1%，入住率为去年同期的 54.8%，其中 Q2 RevPAR-76.8%，ADR-9.5%，入住率仅为去年同期的 25.6%。**未来随着国内商务与旅游出行的恢复，RevPAR 有望进一步改善。**8 月公司境内酒店入住率已达到 60%以上，其中维也纳达到 70-80%，整体恢复至往期的近九成，房价也恢复至往期的 70-80%，且正在逐步提价，我们预计下半年房价将仍有 10%-15%的提升空间，公司经营拐点有望在今年底至明年上半年出现。

开店水平维持高位，产品结构不断优化，看好龙头市占率进一步提升。截至 2020 年 6 月，公司已开业酒店 8819 家，客房 86.9 万间，规模稳居国内酒店第一。上半年公司新开业酒店 651 家（-9 家），净增开业酒店 305 家（-101 家），受疫情影响，开业退出酒店数上升，拖累净开业水平，我们预计公司今年全年的开店计划仍将维持在一个较高的水平。目前公司中端酒店数占比 44.39%（+7.34pct），房间数占比 52.75%（+7.17pct），**中端酒店占比不断提升，产品结构持续优化。**加盟门店占比 89.26%（+2.04pct），房间数占比 87.73%（+2.29pct），**加盟比例进一步提升，处于同业较高水平。**上半年公司持续加盟费收入 11.7 亿元，同比下降 25.81%，小于公司营收降幅，**较高的加盟门店占比有利于在负面经济环境中平滑收入，提高公司业绩稳定性。疫情影响下单体酒店加盟意愿提升，公司市占率有望进一步提升。**

投资建议：多品牌运营下公司酒店龙头地位稳固，总体规模、加盟占比、中高端占比均领先于同业，结构优势明显。虽然 Q2 海外仍受疫情影响较大，但国内复苏显著。看好疫情承压下行业整合机会，龙头市占率加速提升。我们预计公司 2020-2022 年分别实现营业收入 113/169/186 亿元，归母净利润

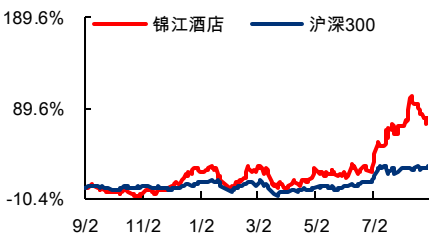
公司简介：

锦江股份为国内规模最大的酒店集团，在锦江系列酒店的基础上，先后成功收购了卢浮酒店、铂涛酒店和维也纳酒店，形多层次、宽领域的全球酒店布局体系。

交易数据

52 周股价区间（元）	47.45-20.96
总市值（亿元）	397.93
流通市值（亿元）	333.12
总股本/流通 A 股(万股)	95,794/80,194
流通 B 股/H 股（万股）	15,600/
52 周日均换手率	0.63

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：张凯琳
010-66554087 zhangkl@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480518070001

分析师：王紫
010-66554104 wangzi@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480520050002

8.1/13.1/15.7 亿元，EPS 分别为 0.85/1.37/1.64 元。当前股价对应 PE 分别为 49/30/25 倍。维持“推荐”评级。

风险提示：疫情发展超预期，新店扩张速度不及预期，加盟管理风险。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	14,697.42	15,099.02	11,294.35	16,892.16	18,638.18
增长率（%）	8.21%	2.73%	-25.20%	49.56%	10.34%
归母净利润（百万元）	1,082.46	1,092.50	810.45	1,308.16	1,568.32
增长率（%）	24.00%	4.19%	-25.82%	61.41%	19.89%
净资产收益率（%）	8.58%	8.24%	5.81%	8.69%	9.57%
每股收益(元)	1.13	1.14	0.85	1.37	1.64
PE	36.76	36.42	49.10	30.42	25.37
PB	3.15	3.00	2.85	2.64	2.43

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	9835	8496	7827	11070	14114	**营业收入**	14697	15099	11294	16892	18638
货币资金	7355	5920	6252	8663	11473	**营业成本**	1528	1527	1246	1695	1847
应收账款	995	1157	774	1157	1277	营业税金及附加	172	164	136	203	224
其他应收款	492	482	361	539	595	营业费用	7538	7689	5760	8547	9394
预付款项	279	211	211	177	140	管理费用	4065	4077	3219	4544	4976
存货	85	94	68	93	101	财务费用	372	339	286	272	246
其他流动资产	332	352	162	442	529	研发费用	25	28	21	31	34
非流动资产合计	30297	30378	28994	27787	26647	资产减值损失	59.20	-32.96	37.90	21.38	8.77
长期股权投资	405	502	502	502	502	公允价值变动收益	-19.86	117.39	0.00	0.00	0.00
固定资产	6634	6432	5917	5403	4888	投资净收益	522.76	241.57	500.00	250.00	300.00
无形资产	7334	7261	6825	6416	6031	加：其他收益	50.95	93.61	84.24	101.09	121.31
其他非流动资产	103	101	0	0	0	**营业利润**	1550	1763	1205	1985	2383
资产总计	40133	38874	36820	38857	40762	营业外收入	48.92	47.63	43.34	46.63	45.86
流动负债合计	8050	7614	7279	7979	8280	营业外支出	35.03	51.92	39.81	42.25	44.66
短期借款	13	19	0	0	0	**利润总额**	1564	1759	1209	1989	2385
应付账款	2027	2007	1706	2321	2530	所得税	336	480	260	457	548
预收款项	948	998	998	1083	1176	**净利润**	1228	1279	949	1532	1836
一年内到期的非流动负债	1709	1215	1215	1215	1215	少数股东损益	145	187	138	223	268
非流动负债合计	18284	16905	14356	14356	14356	归属母公司净利润	1082	1092	810	1308	1568
长期借款	15508	14116	14116	14116	14116	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	26334	24518	21635	22335	22636	**成长能力**					
少数股东权益	1176	1101	1239	1463	1731	营业收入增长	8.21%	2.73%	-25.20%	49.56%	10.34%
实收资本（或股本）	958	958	958	958	958	营业利润增长	21.52%	13.76%	-31.65%	64.68%	20.09%
资本公积	8044	7865	7865	7865	7865	归属于母公司净利润增长	22.76%	0.93%	-25.82%	61.41%	19.89%
未分配利润	2705	3748	4396	5443	6697	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	12622	13255	13946	15060	16395	毛利率(%)	89.60%	89.89%	88.97%	89.97%	90.09%
负债和所有者权益	40133	38874	36820	38857	40762	净利率(%)	8.35%	8.47%	8.40%	9.07%	9.85%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）	2.70%	2.81%	2.20%	3.37%	3.85%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	8.58%	8.24%	5.81%	8.69%	9.57%
经营活动现金流	3515	2638	243	2656	3005	**偿债能力**					
净利润	1228	1279	949	1532	1836	资产负债率(%)	66%	63%	59%	57%	56%
折旧摊销	1439.45	1387.23	#######	1213.89	1146.89	流动比率	1.22	1.12	1.08	1.39	1.70
财务费用	372	339	286	272	246	速动比率	1.21	1.10	1.07	1.38	1.69
应收帐款减少	-55	-162	384	-383	-120	**营运能力**					
预收帐款增加	74	51	0	84	93	总资产周转率	0.35	0.38	0.30	0.45	0.47
投资活动现金流	-605	-886	839	224	286	应收账款周转率	15	14	12	17	15
公允价值变动收益	-20	117	0	0	0	应付账款周转率	7.06	7.49	6.08	8.39	7.68
长期投资减少	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	523	242	500	250	300	每股收益(最新摊薄)	1.13	1.14	0.85	1.37	1.64
筹资活动现金流	-5444	-3195	-750	-468	-481	每股净现金流(最新摊薄)	-2.64	-1.51	0.35	2.52	2.93
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	13.18	13.84	14.56	15.72	17.11
长期借款增加	-3489	-1391	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	36.76	36.42	49.10	30.42	25.37
资本公积增加	-667	-179	0	0	0	P/B	3.15	3.00	2.85	2.64	2.43
现金净增加额	-2534	-1443	332	2411	2810	EV/EBITDA	17.77	16.76	17.36	14.61	12.37

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	锦江酒店（600754）：处置资产平滑部分疫情影响，开店持续推进	2020-05-06
公司普通报告	锦江酒店（600754）：业绩整体稳健，中端结构继续优化	2020-03-30
公司普通报告	锦江酒店（600754）：业绩整体稳健，展店持续提速	2019-11-01
公司普通报告	锦江酒店（600754）：主业稳健运营，开店提速结构持续优化	2019-09-03
行业深度报告	2020 年社会服务行业展望：坚守优质板块龙头，把握细分赛道拐点	2020-01-07
行业深度报告	酒店行业深度系列(一)：行业预期修复迎反弹，OYO 光速入局引深思	2019-07-12

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016 年 1 月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究。

王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018 年 5 月加入东兴证券研究所，一年港股消费及策略研究经验，目前从事社会服务行业研究，重点覆盖教育培训、人力资源服务、餐饮酒店、旅游免税等领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526