

危机酝酿历史机遇，改革开启发展宏图

——锦江酒店(600754.SH)深度跟踪研究

公司深度

◆**二季度受海外疫情拖累，投资收益对冲经营风险。**受新冠疫情影响，2020H1 公司实现营业收入 40.9 亿元，同比下降 42.7%；实现归母净利润 2.9 亿元。公司通过转让部分自有物业酒店增加投资收益从而对冲经营风险，实现基本每股收益为 0.3 元/股。3 月初欧洲疫情防控措施的骤然升级，使境外酒店业务收入出现大幅下降。2020Q2 公司实现营业收入 19.0 亿元，同比下降 50.1%，环比下降 13.2%；归母净利润 1.1 亿元，环比下滑 32.7%。

◆**疫情加速出清，国内酒店行业远期仍有 1-1.5 倍市场空间。**疫情加速了酒店行业洗牌，部分抗风险能力差的单体酒店将迎来一轮快速出清。随着酒店客房规模增速放缓，国内酒店业逐步进入整合优化阶段，产品结构升级将随着海外消费回流与公司中高端产品推广而加速，长期仍有 1-1.5 倍市场空间。

◆**危机孕育历史机遇，国企改革有望提速。**面对疫情，集团从危机中抓住改革机遇，适时成立中国区并提出未来三年实现规模和净利润翻番宏伟目标。股权结构调整为引入外部资源提供了契机，集团正在统筹实施全球酒店产业整合，中国区作为改革样板将进入新一轮发展期。“一中心三平台”支持了“维也纳”品牌升级变革，有望成为改革急先锋。

◆**疫情推动资产结构优化。**公司 2020H1 酒店加盟率增长至 89%，基本接近美国酒店集团发展水平。2020 年 1 月起公司多次向锦江资本集团转让锦江之星等经济型酒店，股权转让后公司以受托管理方式继续经营。我们认为，疫情稳定后为了快速回笼资金，逆势布局酒店市场，公司有望加速通过类 REITs 工具剥离经济型直营酒店，轻资产率将得到进一步提升。

◆**盈利预测及投资建议：**公司收入结构中海外占比约 25%，二季度受海外疫情加剧影响，业绩环比修复进度较慢。考虑到欧洲市场疫情风险，我们下调 2020 年业绩预测。公司抓住改革机遇，随着各项改革措施的推进，疫情后规模扩张有望加速提升，因此上调 21/22 年盈利预测。预计 20-22 年净利润为 3.4/13.1/14.7 亿，EPS 为 0.35/1.37/1.54 元(原 0.50/1.23/1.28 元)，对应 PE 119X/30X/27X。考虑集团正在统筹实施全球酒店产业整合，中国区作为改革样板将进入新一轮发展期，上调至“买入”评级。

◆**风险提示：**国改进度不及预期；加盟扩张低于预期；疫情减缓不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14,697	15,099	9,709	15,683	16,935
营业收入增长率	8.21%	2.73%	-35.70%	61.53%	7.98%
净利润(百万元)	1,082	1,092	335	1,314	1,473
净利润增长率	22.76%	0.93%	-69.37%	292.75%	12.12%
EPS(元)	1.13	1.14	0.35	1.37	1.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.58%	8.24%	2.57%	9.27%	9.75%
P/E	37	36	119	30	27
P/B	3.2	3.0	3.1	2.8	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 8 月 28 日

买入(上调)

当前价：41.54 元

分析师

菅成广 (执业证书编号：S0930519080002)

021-52523799

jiancg@ebsecn.com

唐佳睿 CFA,CPA(Aust.),CAIA,FRM

(执业证书编号：S0930516050001)

021-52523866

tangjiarui@ebsecn.com

市场数据

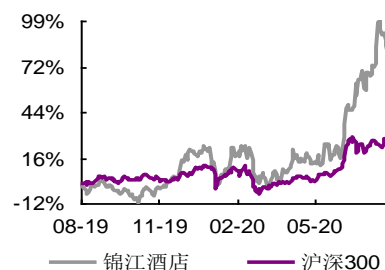
总股本(亿股)：9.58

总市值(亿元)：397.93

一年最低/最高(元)：20.77/50.01

近 3 月换手率：48.75%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.87	28.32	52.67
绝对	4.17	53.92	80.06

资料来源：Wind

相关研报

成长的路口：向左走，向右走？——中美酒店行业市场空间比较研究

.....2020-08-09

“航”观复苏，“数”解连锁——后疫情时代酒店行业研究框架探讨

.....2020-07-07

投资聚焦

关键假设

(1) 新开店规模：2020 年疫情加速了酒店行业经济型单体酒店出清，公司作为国内连锁酒店龙头逆势扩张将受益集中度提升，21-22 年公司新开店数量有望提升，假设 20-22 年净增开业家数分别为 1000/1050/1100 家。参考公司轻资产战略及新开店结构，假设新开店中绝大部分为中高端加盟店。

(2) 盈利周期变化：随着跨省旅游恢复及经济活动复苏，酒店业景气度环比改善显著。假设 2021 年一季度公司整体 RevPAR 同比转正，考虑到中高端产品结构升级，假设 21/22 年直营店 RevPAR 较 2019 年同期提升 -3%/2%，加盟店较 2019 年同期提升 1%/5%。

(3) 管理效率提升：2020 年一季度公司按新会计准则要求，将营业成本与销售费用进行重新分类。疫情期间公司控本降费管理能力有所提升，国企改革有望加速资源整合提升运营效率，假设 2020-22 年销售费用率为 6.7%/5.9%/5.9%，管理费用率为 22%/23%/23%。

我们区别于市场的观点

公司作为我国最大的酒店连锁集团已实现全球布局，由于海外疫情控制情况不及国内拖累二季度业绩修复。虽然疫情对短期业绩形成压制，但危机中却为公司创造了变革的机遇。管理层审时度势提出《中国区三年目标设定、考核与激励方案》，要求加快推进中国区整合，未来三年实现规模和净利润翻番。集团董事长俞敏亮强调，要站在全球战略的高度来推进中国区整合，因时因势推动全球“六大区域”建设，中国区先试先行力争做一个样板。

疫情加速行业从快速扩张期进入整合优化期，海外消费回流助力中高端结构升级，国内酒店市场长期仍有 1-1.5 倍空间。公司资金实力充沛，在集团资源支持下将加速逆势布局，“一中心三平台”建设值得期待。

股价上涨的催化因素

国企改革加速落地；控本降费效果提升；酒店行业景气度持续回升。

投资建议

我国酒店市场当前连锁化率较低，疫情加速了经济型单体酒店出清，有利于头部酒店集团集中度提升。我们预计 2021 年一季度酒店盈利水平有望同比转正，随着疫情影响的边际下降，行业修复周期中公司业绩将释放较大弹性，估值将得到一定修复。公司收入结构中海外占比约 25%，二季度受海外疫情加剧影响，业绩环比修复进度较慢。考虑到欧洲市场疫情风险，我们下调 2020 年业绩预测。公司抓住改革机遇，随着各项改革措施的推进，疫情后规模扩张有望加速提升，因此上调 21/22 年盈利预测。预计 20-22 年净利润为 3.4/13.1/14.7 亿，EPS 为 0.35/1.37/1.54 元（原 0.50/1.23/1.28 元），对应 PE 119X/30X/27X。考虑集团正在统筹实施全球酒店产业整合，中国区作为改革样板将进入新一轮发展期，上调至“买入”评级。

目 录

1、 Q2 受海外疫情拖累，投资收益对冲经营风险	5
2、 疫情加速出清，行业仍有 1-1.5 倍市场空间	7
2.1、 高投资回报率下，新进入者更愿意加盟经营	7
2.2、 疫情加速行业洗牌，品牌连锁酒店将涅槃重生	8
2.3、 酒店客房规模尚有 18% 增长空间	9
2.4、 国内酒店市场规模仍有 1-1.5 倍空间	10
3、 危机孕育历史机遇，国企改革有望提速	12
3.1、 弘毅投资持股比例降至 5% 以下	12
3.2、 推进中国区整合，提出未来三年目标	13
3.3、 资源导流维也纳，有望成为改革急先锋	15
3.4、 WeHotel 打通国内外品牌体系，完善自有渠道	16
4、 疫情推动资产结构优化	18
4.1、 加盟率持续提升，比肩国际酒店巨头	18
4.2、 类 REITs 缓解资金压力，加速直营酒店出表	19
5、 盈利预测与投资建议	21
6、 风险分析	22

图表目录

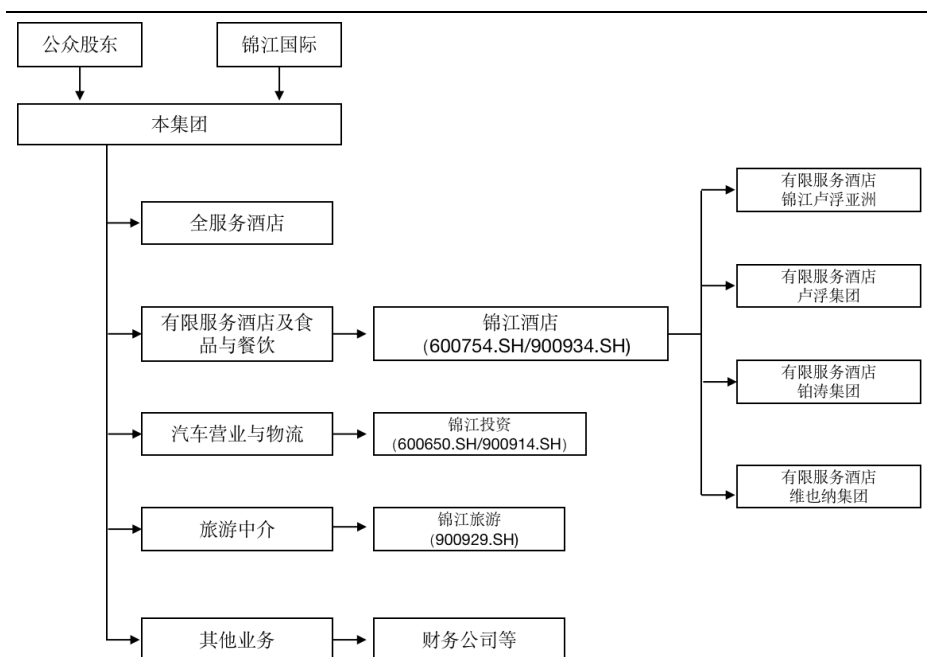
图 1：锦江资本主要业务分部架构图（2020H1）	5
图 2：公司 2018Q1-2020Q2 单季营收及归母净利润	6
图 3：收入国内外分布情况	6
图 4：公司酒店收入结构	6
图 5：公司酒店利润结构	6
图 6：6 月 20 日华住酒店 OCC 高出全国 17 百分点	8
图 7：71%受访酒店现金流仅够支撑 3 个月	8
图 8：中高端酒店占比持续提升（2019）	13
图 9：2015 年以后销售、管理费用率上升	14
图 10：中国区包括锦江都城系、铂涛酒店和维也纳酒店	14
图 11：重新调整后的锦江酒店中国区内部组织架构（2020 年 7 月）	15
图 12：欧暇·地中海具有“低成本”与“高效益”两大优势	16
图 13：WeHotel 平台旗下酒店品牌（2020 年 7 月）	17
图 14：公司加盟店与直营店数量变化	19
图 15：2019 年美国酒店集团平均加盟率为 91%	19
图 16：万豪采取房地产投资信托模式，轻重资产并行	20
图 17：公司历史 PE 走势（截至 2020 年 8 月 28 日）	21
表 1：2010 年公司与集团资产重组，转型为有限服务连锁酒店集团	5
表 2：中端加盟店投资回报率高于中端单体酒店	7
表 3：按照旅游业作用给予折算系数	9
表 4：国内酒店客房规模数量测算	10
表 5：连锁化率达到 70%，酒店产品结构维持现状，市场规模为 13013 亿元	11
表 6：连锁化率达到 70%，酒店产品结构与美国相同时，市场规模为 16276 亿元	11
表 7：酒店产品结构维持现状使，市场规模相对连锁化率的敏感性分析	11
表 8：酒店产品结构与美国相同时，市场规模相对连锁化率的敏感性分析	12
表 9：弘毅投资持股变化情况	12
表 10：公司国内外酒店开业数	13
表 11：维也纳主力酒店品牌全面升级	16
表 12：OTA 平台佣金率	18
表 13：2020 年公司通过类 REITs 等方式剥离经济型直营酒店	20
表 14：可比公司 PE 估值	21

1、Q2 受海外疫情拖累，投资收益对冲经营风险

锦江酒店主营业务包括有限服务型酒店营运及管理业务、食品及餐饮业务两大板块。公司拥有“锦江之星”、“七天”、“麗枫”、“喆啡”、“维也纳”等覆盖高、中、低端的酒店品牌、布局亚太、欧美、中东非洲地区，深耕于经济型、中高端品牌酒店。

控股股东锦江资本于 2006 年在港交所上市，持有公司 50.3% 股权，旗下还拥有锦江投资、锦江旅游等上市平台，业务包括酒店、旅游、物流、地产、金融等多个领域。2010 年公司与锦江酒店集团进行重大资产重组，锦江酒店将旗下全服务酒店转至锦江资本，同时置入锦江之星、上海锦江国际旅馆、上海锦江达华宾馆股权，由此锦江酒店转型成为有限服务连锁酒店集团。

图 1：锦江资本主要业务分部架构图（2020H1）



资料来源：锦江资本公司公告，光大证券研究所

表 1：2010 年公司与集团资产重组，转型为有限服务连锁酒店集团

项目	标的资产名称	权益比例
置出资产——公司所属星级酒店业务相关资产	分公司新亚大酒店	资产负债净额
	分公司新亚饭店	资产负债净额
	管理学院	全部权益
	酒店管理	99%
	海伦宾馆	66.7%
	建国宾馆	65%
	锦江汤臣	50%
	武汉锦江	50%
	锦江德尔	50%
	扬子江	40%
	温州王朝	15%
置入资产——集团所属经济型酒店业务相关资产	锦江之星	71.2%
	旅馆投资	80%

	达华宾馆	99%
--	------	-----

资料来源：公司公告，光大证券研究所

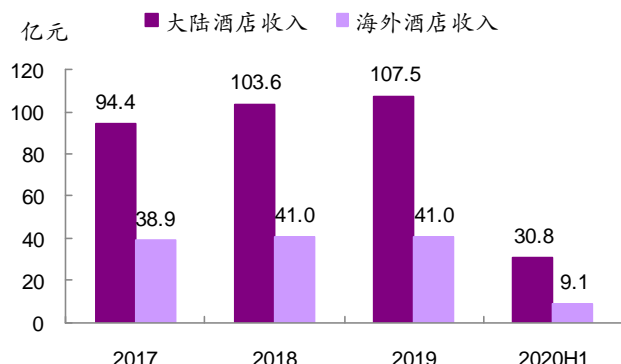
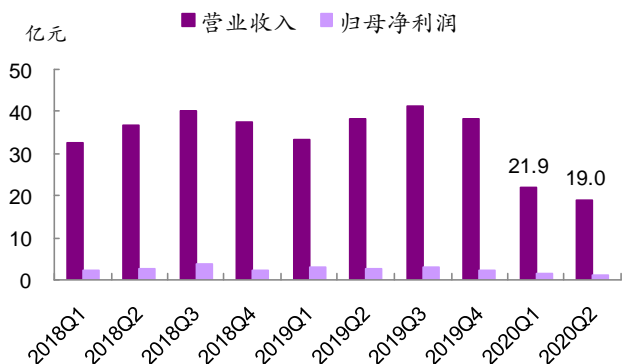
从酒店板块收入结构来看，2019 年加盟酒店贡献了 39%，但由于直营酒店承担较高的物业成本，总体利润水平低于加盟业务。在未分摊销售和市场费用及一般行政费用情况下，加盟酒店利润占比在 80% 左右。

2020 年初突然袭来的新冠肺炎疫情对公司经营造成一定冲击，上半年公司实现营业收入 40.9 亿元，同比下降 42.7%；实现归属于上市公司股东净利润 2.9 亿元，同比下降 49.8%；扣除非经常性损益后，实现归属上市公司股东净利润 -3.8 亿元，公司通过转让部分自有物业酒店增加投资收益从而对冲经营风险。实现基本每股收益为 0.3 元/股。

单季度来看，2020 年 Q2 公司实现营业收入 19.0 亿元，同比下降 50.1%，环比下降 13.2%；归母净利润 1.1 亿元，环比下滑 32.7%。虽然二季度随着国内疫情平稳，公司加快落实各项积极经营措施，国内酒店业务逐步修复。但 3 月初欧洲疫情防控措施的骤然升级，使境外酒店业务收入出现大幅下降，针对新冠疫情，公司旗下卢浮集团已及时成立危机协调小组。2017-19 年境外收入占酒店板块约 30%，海外疫情是拖累二季度业绩修复的主要因素。

图 2：公司 2018Q1-2020Q2 单季营收及归母净利润

图 3：收入国内外分布情况

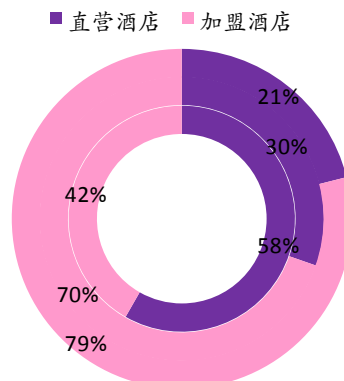
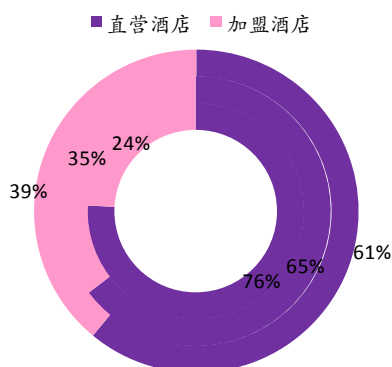


资料来源：公司公告，光大证券研究所

资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：公司酒店收入结构

图 5：公司酒店利润结构



资料来源：公司公告，光大证券研究所（注：环形图由内向外依次为 2017/2018/2019 年占比数据）

资料来源：公司公告，光大证券研究所（注：环形图由内向外依次为 2017/2018/2019 年占比数据，未分摊销售和市场费用及一般行政费用）

2、疫情加速出清，行业仍有 1-1.5 倍市场空间

疫情加速了酒店行业洗牌，部分抗风险能力差的单体酒店将迎来一轮快速出清。随着酒店客房规模增速放缓，国内酒店业逐步进入整合优化阶段，产品结构升级将随着海外消费回流与公司中高端产品推广而加速，长期仍有 1-1.5 倍市场空间。

2.1、高投资回报率下，新进入者更愿意加盟经营

以中端酒店为例，加盟酒店与单体酒店投资环节主要区别在于单房投资额。在统一采购与规模优势下，同等装修质量下加盟店单房投资较单体店节约 10%。经营环节二者核心差异在于出租率与费用。加盟店基于较高的品牌知名度，出租率高出单体店 15-25 个百分点，从而导致二者收入端差异。费用方面，加盟店持续加盟费、中央预定费、管理人员薪酬等费用总额高于单体店。

从盈利水平来看，更高的出租率对冲了因加盟而产生的额外费用。加盟酒店在品牌力、管理水平、网络渠道上具有明显优势。对于加盟商而言 6 年几乎是可接受的最长回报期限，通常中端加盟店投资回报期在 4-5 年左右，部分优质项目甚至可以达到 2.5-3.5 年。较高的投资回报率与较低的项目风险水平，使新进入投资者更倾向于加盟开店方式。

表 2：中端加盟店投资回报率高于中端单体酒店

项目	中端加盟店	中端单体酒店
房间数(间)	130	130
总面积-含工区(平米)	5500	5500
初始投资额(万元/间)	11	12
首次特许加盟费(万元)	46	
总投资额(万元)	1,476	1560
出租率	80%	65%
房价(元/间夜)	305	305
RevPAR(元/天)	244	198
客房收入(万元)	1157.8	940.7
固定成本(万元)	647.3	655.8
其中:年租金(万元)	401.5	401.5
人工成本(万元)	98.3	98.3
折旧摊销(万元)	147.6	156.0
变动成本(万元)	167.9	136.4
其中:能耗(万元)	63.7	51.7
布草等消耗品(万元)	104.2	84.7
总成本(万元)	815.2	792.2
费用总计(万元)	118.1	75.3
其中:持续特许加盟费(万元)	57.9	-
PMS 系统费(万元)	0.5	-
财务监管咨询费(万元)	1.0	-
酒店经理费用(万元)	24.0	-
中央预订费用(万元)	34.7	-
市场营销及综合管理费用(万元)	-	75.3

EBITDA(万元)	372.0	229.3
税前利润(万元)	224.5	73.3
所得税费用(万元)	56.1	18.3
净利润(万元)	168.4	54.9
净利润率(万元)	15%	6%
运营现金流(万元)	315.9	210.9
投资回报率	21.4%	13.5%
投资回收期(年)	4.7	7.4
盈亏平衡点 OCC	60%	60%

资料来源：光大证券研究所（注：根据锦江、华住、首旅经营数据综合测算）

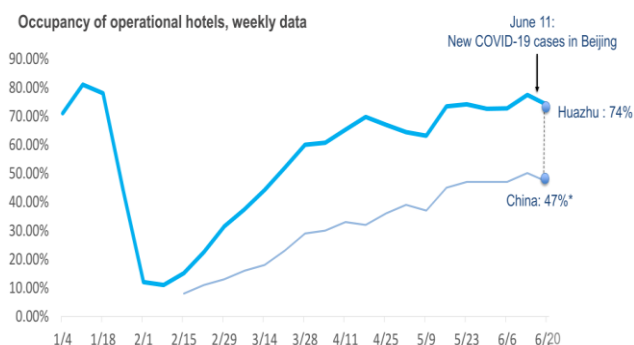
2.2、疫情加速行业洗牌，品牌连锁酒店将涅槃重生

2020年初以来，受新冠疫情影响，酒店业出租率发生大幅下跌，2月份曾一度降至10%低位，导致全行业亏损。截至6月20日，国内酒店平均OCC已恢复至47%，华住酒店OCC高出全国17个百分点。经济增速下行周期叠加疫情特殊时期，加盟商更加重视成本控制，会员体系、品牌力一定程度上保障了加盟商客源稳定。

根据表2测算结果可得酒店盈亏平衡点OCC约为60%。华住酒店等头部品牌酒店OCC已经重回盈亏点上方。而单体酒店尽管盈利水平边际改善但依然处于亏损局面。根据迈点研究院统计71%受访酒店现金流不足以支撑3个月以上，仅17%受访酒店现金流足够支撑半年以上时间。

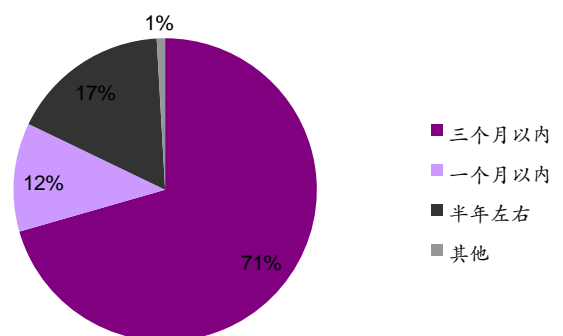
可见疫情已成为加速存量市场洗牌，促使抗风险能力较低的单体酒店退出的重要催化剂，行业有望迎来新一轮变革：（1）酒店管理效率比以前更加重要，具体包括流程管理、制度管理、品质管理等；（2）在行业整体现金流匮乏背景下，拥有资本和现金流的酒店集团将迎来整合机遇；（3）疫情期间OTA流量持续稳定增长，酒店业做好引流，完善会员转化机制与自有渠道建设成运营重心；（4）消费者趋于理性，对酒店品质、服务、产品、卫生环境等要素更加重视。

图6：6月20日华住酒店OCC高出全国17个百分点



资料来源：华住公告

图7：71%受访酒店现金流仅够支撑3个月



资料来源：迈点研究院，光大证券研究所（注：统计时间2020Q1）

2.3、酒店客房规模尚有 18%增长空间

1. 测算方式

中国酒店集团的海外扩张仍在初步发展阶段，国内市场才是竞争主战场，因此我们以中国大陆地区为范围、以省一级为单位，测算中国酒店业的规模上限。考虑到直辖市和其他省在面积、行政职能、经济结构上的区别，我们分别以酒店规模接近饱和、客房数开始减少的北京（2019 年拥有客房数 55 万间）作为范本测算直辖市的酒店市场规模，以酒店客房规模最大的广东省（2019 年拥有客房数 201 万间）作为范本测算其他省饱和情况下的酒店市场规模。

中国各地酒店规模与 GDP 呈高度正相关，因此 GDP 是预测酒店市场规模的重要指标。在 2019 年 GDP 基础上：

测算直辖市客房数 = 直辖市 GDP / 北京 GDP * 北京客房数

测算各省客房数 = 省 GDP / 广东省 GDP * 广东省客房数

由于酒店也会伴随着旅游业发展而生，因此在经济较落后的主要旅游地会出现酒店客房数与当地 GDP 呈负相关的情况。中国地域广阔，部分省市虽然经济欠发达，但旅游资源丰富，旅游业是地方支柱产业，若只考虑 GDP 会低估该部分地区的酒店规模，因此对该部分地区给予折算系数。

我们采用各省第三产业增加值与第二产业增加值的比值来评估旅游业在该省的作用。中国大部分地区缺少发展第三产业的途径，且需要依靠第二产业良好的发展基础。若第三产业增加值远高于第二产业，可以认为该地主要发展的是旅游业。具体来看，第三产业增加值与第二产业增加值比值大于 2 的给予 4.0 的折算系数；比值在 1.5-2 之间的给予 2.0 的折算系数；比值在 1.4-1.5 之间的给予 1.5 的折算系数。

表 3：按照旅游业作用给予折算系数

折算系数	区域	第三产业增加值与第二产业增加值比值 (2019 年)
4.0	海南	>2
2.0	云南、广西、甘肃、黑龙江、吉林	1.5~2
1.5	四川、湖南、新疆、西藏	1.4~1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

2. 测算结果

首先，以北京为范本，根据 GDP 之间的关系测算出其他三个直辖市上海、重庆、天津的客房数，结果分别为 59 / 37 / 22 万间。

其次，以广东省为范本，根据 GDP 之间的关系初步测算除直辖市以外的其他 26 个省的客房规模。

再次，根据旅游业发展程度，对 26 个省的客房规模进行系数调整。

依照上述测算方法，我们对 4 个直辖市、27 个省进行测算，饱和市场假设下合计得到 2073 万间酒店客房。2019 年实际酒店客房数为 1762 万间，我们的测算值与现有酒店客房数相比增幅 18%，酒店客房规模扩张空间有限。

表 4：国内酒店客房规模数量测算

地区	2019 年 GDP (亿元)	初步测算 (万间)	系数调整	测算结果 (万间)	2019 年各省实际客房数 (万间)
广东	107671	201	1.0	201	201
浙江	62352	116	1.0	116	108
四川	46616	87	1.5	130	104
江苏	99632	186	1.0	186	105
山东	71068	132	1.0	132	110
云南	23224	43	2.0	87	74
河南	54259	101	1.0	101	79
北京	35371	55	1.0	55	55
湖南	39752	74	1.5	111	67
陕西	25793	48	1.0	48	60
河北	35105	65	1.0	65	68
湖北	45828	85	1.0	85	69
上海	38155	59	1.0	59	53
广西	21237	40	2.0	79	58
安徽	37114	69	1.0	69	57
辽宁	24909	46	1.0	46	45
福建	42395	79	1.0	79	47
江西	24758	46	1.0	46	46
重庆	23606	37	1.0	37	43
贵州	16769	31	1.0	31	45
海南	5309	10	4.0	40	35
山西	17027	32	1.0	32	36
内蒙古	17213	32	1.0	32	36
甘肃	8718	16	2.0	33	33
新疆	13597	25	1.5	38	30
黑龙江	13613	25	2.0	51	28
吉林	11727	22	2.0	44	23
天津	14104	22	1.0	22	16
青海	2966	6	1.0	6	14
宁夏	3748	7	1.0	7	10
西藏	1698	3	1.5	5	9
总计	-	-	-	2073	1762

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

2.4、国内酒店市场规模仍有 1-1.5 倍空间

对酒店行业来说，市场规模一方面看客房数量，另一方面则取决于酒店 RevPAR，而酒店 RevPAR 又与酒店档次、是否为连锁酒店高度相关。2019 年我国酒店连锁化率 26%，较上年提升 7 个百分点。虽然中国酒店客房规模增长空间有限，但对标美国酒店 70% 的连锁化率以及占比 77% 的中高档酒店客房数占比，中国酒店业在市场规模仍有很大提升空间。

根据锦江、华住经营数据，我们假设经济型酒店、中高端酒店平均房价分别为 160/305 元。根据五星级酒店经营数据，我们假设豪华酒店平均房价为 600 元。

在我们测算出的中国酒店客房上限规模基础上，假设中国酒店业的连锁化率达到美国水平，那么中国连锁客房数为 1451 万间，单体客房数为 622 万间。若产品结构维持现状，国内酒店市场规模 13013 亿元。若产品结构与美国相同，国内酒店市场规模 16276 亿元。

2019 年全国酒店业营业额为 6564 亿元，长期仍有 1-1.5 倍市场空间，且略高于美国酒店业目前的收入规模(2019 年美国酒店业收入规模为 13818 亿元)。

表 5：连锁化率达到 70%，酒店产品结构维持现状，市场规模为 13013 亿元

	连锁酒店 (70%)			单体酒店 (30%)			
	经济型	中档	豪华	经济型	中档	豪华	合计
假设客房比例	66.5%	27%	6.5%	66.5%	27%	6.5%	
客房数 (万间)	965	392	94	414	168	40	
出租率	80%	80%	80%	65%	65%	65%	
平均房价 (元)	160	305	600	160	305	600	
Revpar(元/天)	128	244	480	104	198.25	390	
客房收入 (亿元)	4,509	3,490	1,653	1,570	1,215	576	13,013

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

表 6：连锁化率达到 70%，酒店产品结构与美国相同时，市场规模为 16276 亿元

	连锁酒店 (70%)			单体酒店 (30%)			
	经济型	中档	豪华	经济型	中档	豪华	合计
假设客房比例	20%	77%	3%	20%	77%	3%	
客房数 (万间)	290	1,118	44	124	479	19	
出租率	80%	80%	80%	65%	65%	65%	
平均房价 (元)	160	305	600	160	305	600	
Revpar(元/天)	128	244	480	104	198	390	
客房收入 (亿元)	1,356	9,953	763	472	3,466	266	16,276

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

根据连锁化程度的不同，我们也测算了国内酒店市场规模弹性。可以发现，酒店连锁化程度每提升 10%，酒店业市场空间提升 2%。连锁化酒店收入规模存在边际递减效应，连锁化程度从 20% 提升至 70% 时，每提升 10 个百分点，营收增幅分别为 50%/33%/25%/20%/17%。

表 7：酒店产品结构维持现状使，市场规模相对连锁化率的敏感性分析

连锁化程度	市场规模 (亿元)	增幅	连锁酒店收入规模 (亿元)	市场集中度	市场规模增幅	连锁酒店收入规模增幅
20%	11721	79%	2758	24%		
30%	11979	82%	4137	35%	2%	50%
40%	12238	86%	5516	45%	2%	33%
50%	12496	90%	6895	55%	2%	25%
60%	12755	94%	8273	65%	2%	20%
70%	13013	98%	9652	74%	2%	17%

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

表 8：酒店产品结构与美国相同时，市场规模相对连锁化率的敏感性分析

连锁化程度	市场规模 (亿元)	增幅	连锁酒店收入规模 (亿元)	市场集中度	市场规模增幅	连锁酒店收入规模增幅
20%	14,659	123%	3,449	24%		
30%	14,983	128%	5,174	35%	2%	50%
40%	15,306	133%	6,898	45%	2%	33%
50%	15,629	138%	8,623	55%	2%	25%
60%	15,953	143%	10,348	65%	2%	20%
70%	16,276	148%	12,072	74%	2%	17%

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

3、危机孕育历史机遇，国企改革有望提速

面对疫情，集团从危机中抓住改革机遇，适时成立中国区并提出未来三年实现规模和净利润翻番宏伟目标。股权结构调整为引入外部资源提供了契机，集团正在统筹实施全球酒店产业整合，中国区作为改革样板将进入新一轮发展期。“一中心三平台”支持了维也纳升级变革，有望成为改革急先锋。

3.1、弘毅投资持股比例降至 5% 以下

弘毅投资基金成立于 2003 年，是国内领先的投资管理机构，主营受托管理股权投资企业的投资业务。曾参与过包括石药集团、中联重科、城投控股等多家国企改革中，拥有丰富的国企改革经验。2014 年 7 月，上海市政府公布印发了《关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见（试行）》并召开座谈会，锦江酒店通过非公开发行股票的方式引入战略投资者弘毅（上海）股权投资基金中心，2016 年再次通过非公开发行的方式向弘毅投资基金募资 5.98 亿元，持股比例达到 12.6%。

2014-16 年公司处于扩张关键阶段，接连收购卢浮、铂涛、维也纳集团，大规模收购事件导致资金紧张、资产负债率上行，引入弘毅投资参与公司经营，既可以有效改善公司财务状况，也可以借助其丰富的国有企业改制经验帮助锦江酒店加速实现市场化运作。2018 年开始，弘毅投资多次基于自身财务安排减持手中公司股份，并先后四次通过大宗交易、集中竞价交易方式出售所持公司股票，截至 2020 年 8 月 18 日，弘毅投资持股比例降低到 4.9%，并将于 2020/9/14-2021/3/12 期间持续减持。

表 9：弘毅投资持股变化情况

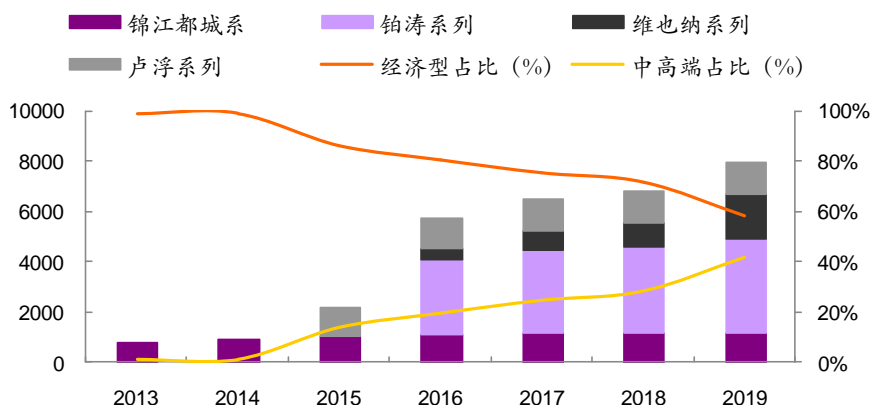
时间	事件	持股数量及占比
2014/06	以非公开发行股票的方式引入战略投资者弘毅投资基金，弘毅投资基金认购 10000 万股，认购人民币 15.1 亿元	持股 10000 万股，占比 12.43%
2016/01	非公开发行 15095 万股，其中向弘毅投资基金发行 2032 万股	持股 12032 万股，占比 12.56%
2018/04-2018/11	累计减持 1506 万股，占公司总股本的 1.57%	持股 10526 万股，占比 10.99%
2018/12-2019/06	累计减持 1793 万股，占公司总股本的 1.87%	持股 8732 万股，占比 9.12%
2019/07-2020/01	累计减持 2328 万股，占公司总股本的 2.43%	持股 6404 万股，占比 6.69%
2020/02-2020/08	累计减持 1737 万股，占公司总股本的 2.43%	持股 4667 万股，占比 4.87%
2020/08/20-至今	拟通过集中竞价交易和大宗交易方式减持，超过本公司股份总数的 4.87%	-

资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.2、推进中国区整合，提出未来三年目标

随着人们消费需求的增长和对酒店品牌要求的提高，中高端酒店业务开始逐渐崛起，各大龙头酒店品牌纷纷开始拓展中端酒店市场。2014 年之前公司主推的锦江之星、百时快捷、金光快捷是典型的经济型酒店；2015 年后公司先后收购了法国卢浮酒店集团、铂涛集团、维也纳酒店集团等成熟中高端酒店品牌，拓展中端市场和海外市场布局，中高端酒店板块数量及规模占比明显提升。目前锦江酒店麾下的酒店细分为四大板块，包括卢浮、锦江、铂涛及维也纳，截至 2020H1，公司共有酒店 8819 家，中高端占比 44.4%，较 2019 年末提升 2.5 个百分点，

图 8：中高端酒店占比持续提升（2019）



资料来源：公司公告，光大证券研究所（注：左轴单位为家）

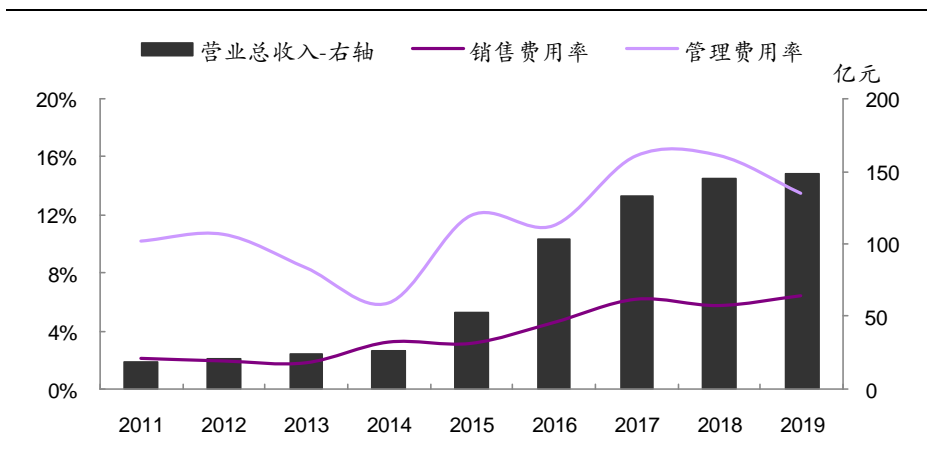
表 10：公司国内外酒店开业数

时间	境内开业酒店 (家)	境外开业酒店 (家)			
		欧洲	亚洲	美洲	非洲
2015	1073	978	92	41	39
2016	4647	1014	118	40	49
2017	5395	1020	197	32	50
2018	6147	1009	214	20	53
2019	7221	1009	224	17	43
2020H1	7532	1001	226	17	43

资料来源：公司公告，光大证券研究所

收购卢浮、铂涛、维也纳酒店集团使公司迅速扩大规模。2016 年 9 月公司完成维也纳集团并购后，酒店数量达到 5678 家，开业客房总数量超过 55 万间，各类会员总数超过 1 亿人次。坐拥如此庞大的酒店数量及会员体系，要求公司在打通国内外酒店系统、调整品牌矩阵。2015 年大规模收购事件后，公司营业收入迅速增长的同时，管理费用、销售费用总额以及收入占比也在逐年攀升。

图 9：2015 年以后销售、管理费用率上升

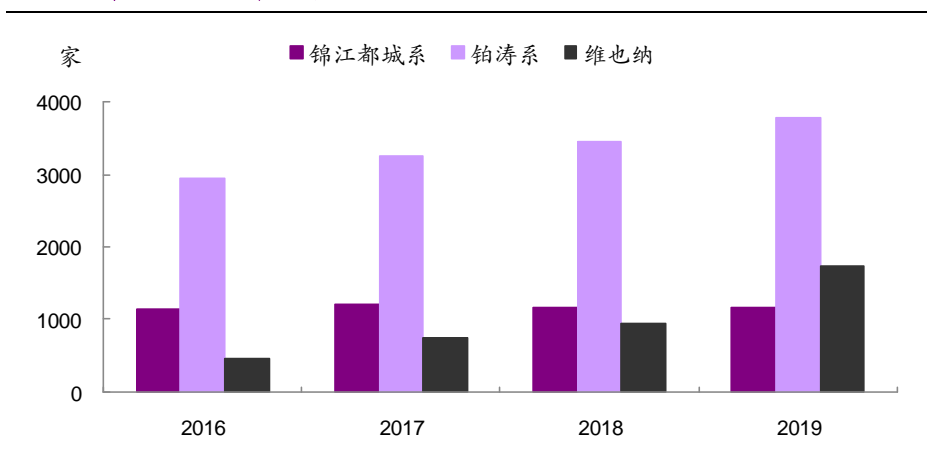


资料来源：公司公告，光大证券研究所

铂涛、维也纳本身体量庞大，旗下子品牌众多，考核机制与国企存在一定差异，随着铂涛创始人郑南雁、维也纳创始人黄德满相继离任，2020 年公司宣布品牌整合战略，加速了资源整合进程，5 月锦江酒店中国区公司正式成立，中国区公司将在锦江都城、铂涛酒店和维也纳酒店的基础上，全面贯彻“基因不变、后台整合、优势互补、共同发展”十六字方针，前端品牌基因保持不变，保留每个品牌的特点和优势，将原来各个品牌公司的职能部门进行后台整合，资源共享。中国区公司前端运营设立上海、深圳“双总部”，下设品牌团队、区域分公司，逐步形成精简、精干、高效的组织体系。

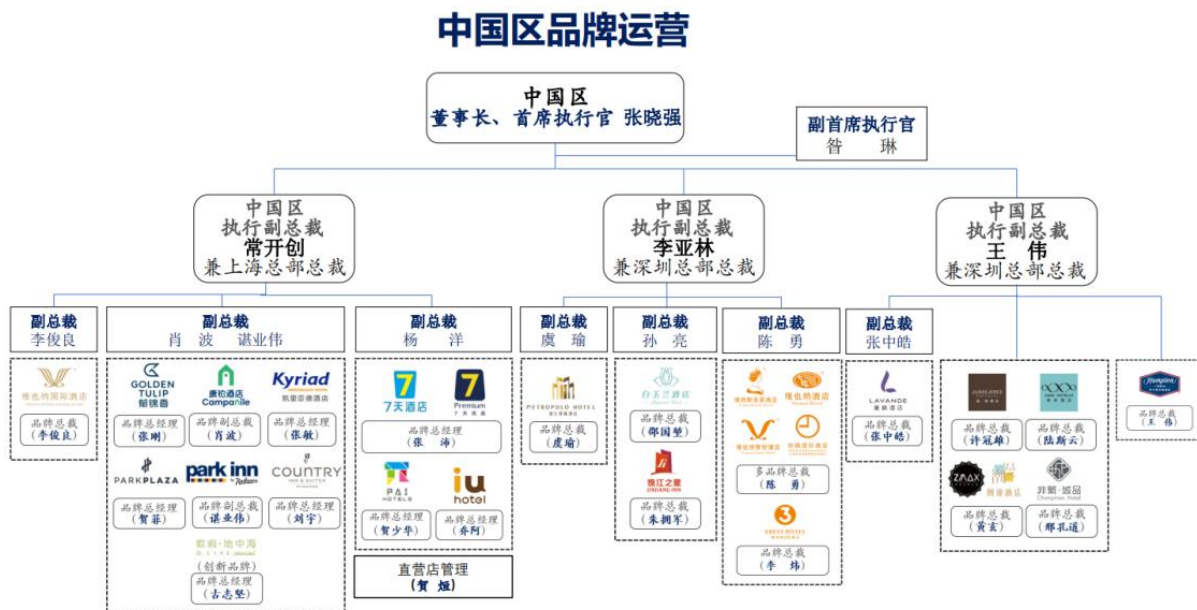
2020 年 7 月锦江国际全球酒店管理委员会提出《中国区三年目标设定、考核与激励方案》，要求加快推进中国区整合，未来三年实现规模和净利润翻番。集团董事长俞敏亮强调，要站在全球战略的高度来推进中国区整合，因时因势推动全球“六大区域”建设，即：中国区、亚太区、欧洲区、美洲区、美国区、中东非洲区。中国区要先试先行，力争做一个样板。

图 10：中国区包括锦江都城系、铂涛酒店和维也纳酒店



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 11：重新调整后的锦江酒店中国区内部组织架构（2020 年 7 月）



资料来源：traveldaily

3.3、资源导流维也纳，有望成为改革急先锋

维也纳上海总部于 2019 年成立，深耕华东、华南市场，每年以 800-1000 家新增门店速度发展。借助锦江优质资源倾斜，维也纳承接了锦江收购的卢浮酒店集团旗下凯里亚德、康铂、郁锦香以及丽笙酒店集团旗下丽亭、丽柏、丽怡 6 大国际酒店品牌在中国市场的发展，并拥有独立的开发、运营权。其中郁锦香、丽亭品牌定位中高端，其余四个品牌定位中端。

2019 年 11 月，锦江国际酒店集团全球创新中心推出了首个精心孵化的自有品牌 O.LIVE social 欧暇·地中海，并由维也纳酒店有限公司负责开发、运营。借力锦江 1.5 亿会员容量、一中心三平台的资源支持，以及维也纳公司强大的酒店开发和运营管理实力，欧暇·地中海酒店因大平台、强运营、低成本、高效益的吸睛优势，已顺利进入强势扩张阶段。

欧暇·地中海主打“慢”生活方式，以“暇享乐活”、“健康饮食”、“欢聚交流”为核心体验，从“恬梦空间”、“美食空间”、“共享空间”、“能量空间”4 个空间体现核心价值，即提供高质睡眠产品、地中海风格，轻松惬意的安睡氛围；DIY 希腊酸奶吧、披萨自制工坊、中央披萨和面包烤炉等地中海式佳肴；大型游艺装置以及健身休闲、瑜伽冥想的空间，将旅居模式转变为家人朋友之间的相处和生活方式。

图 12：欧暇·地中海具有“低成本”与“高效益”两大优势



资料来源：北国网

2020年5月，以“升维·新境”为主题的2020维也纳品牌升级云发布正式拉开帷幕，维也纳主力酒店品牌全面升级。会上发布了维也纳国际酒店5.0升级版、维也纳酒店5.0升级版、维也纳3好酒店V3.0升级版。疫情后消费者对住宿需求提出了更高的水准要求，且注重品质感的年轻消费群体和中产阶级崛起，催生品牌加快升级进程，“一中心三平台”对维也纳升级变革提供了有力支持。

表 11：维也纳主力酒店品牌全面升级

品牌	定位
维也纳国际酒店 5.0	实用美学主义下的新筑梦空间+新高旅体验 高品质、优体验、低造价、易模式
维也纳酒店 5.0	正统的成功基因，不一样的商旅新体验 传统基因不变，聚焦品牌核心价值，仍围绕为客户提供健康、舒适的高附加值产品及良好的睡眠体验为初心升级产品
维也纳3好酒店 V3.0	打造“高度环保健康旅居环境”，产品设计以“亲近自然”为主创理念

资料来源：traveldaily，光大证券研究所

3.4、WeHotel 打通国内外品牌体系，完善自有渠道

联合投资 WeHotel，打造自有直销渠道。WeHotel 全球酒店共享平台成立于 2016 年 12 月，由锦江资本、锦江酒店、锦江酒店联合联银创投、西藏弘毅、国盛投资共同出资 10 亿元设立，锦江酒店出资 1 亿元，持股 10%。设立 WeHotel 旨在通过资源整合，通过数字平台整合旗下品牌，打通锦江各个品牌的会员体系，利用庞大的会员体量，在整合后提升自有平台输送量，提高运营效率、降低成本费用，同时减少对国内 OTA 平台的依赖。打造属于自己的酒店预订一体化平台。

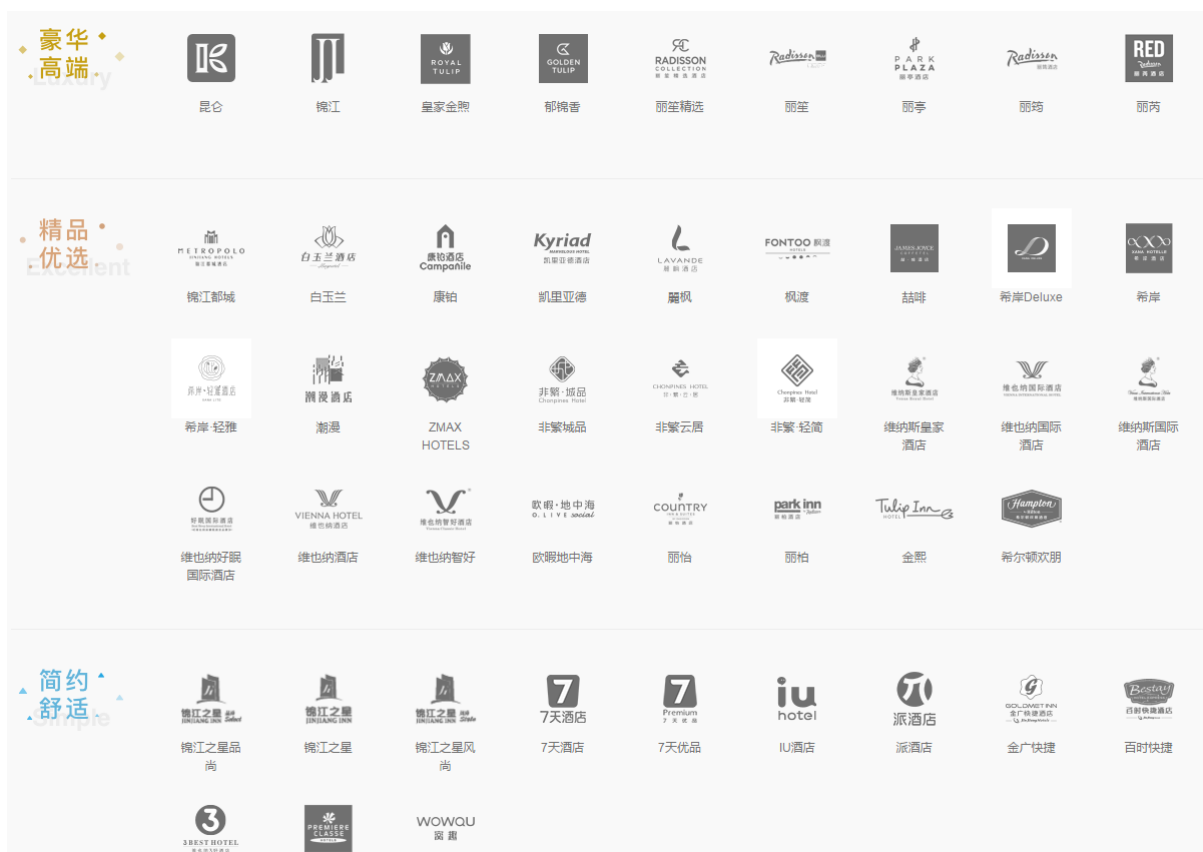
整合品牌会员体系，加速合并后资源整合与共享。2017 年 1 月 WeHotel 成立之初，锦江集团宣布锦江会员和铂涛会员基础信息整合工作初步完成，经过整合去重后，双方有效会员人数超过 1 亿，将全部使用一套数据库，服务体验升级，在保持原有会员服务不变的基础上，获得共享登陆、会员级别对应的全新便捷服务体验，即只要在任何一方拥有会员身份，整合后都可以在锦江旗下全球 7200 多家酒店享受同样的会员礼遇，这一举措不仅提升了

酒店预订系统的用户体验，同时也加速了双方并购后的资源整合与共享。同时通过会员体系享受会员专属折扣和积分兑换奖励，也可以提高用户对系统和品牌的忠诚度。

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锦江电商就公司旗下“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；2019年5月，控股子公司维也纳酒店有限公司与锦江电商签署了《酒店订房服务协议》、《会员营销服务合作协议》，就维也纳旗下维也纳国际酒店、维也纳酒店、维也纳智好酒店、维也纳3好酒店等品牌直营店和加盟店的酒店预订和会员营销服务合作事宜进行了约定。2020上半年WeHotel会员体系接入如卢浮法国品牌TULIP INN金熙。

随着WeHotel平台将全球旅行、航空、合作伙伴，所有资源整合联动，将涵盖卢浮、锦江、铂涛、维也纳四大集团旗下所有酒店的会员信息统一整合到Wehotel系统中，逐渐构建起一个上亿会员的庞大线上预订平台，供加盟酒店共享资源，有利于助推旗下酒店资源的整合和能级提升，推进国内国际酒店系统对接，能有效提高运营效率和降低服务成本。目前锦江会员体系覆盖昆仑、锦江、白玉兰、康铂、喆啡、维也纳、锦江之星、7天等40多个品牌，超万家酒店。

图 13: WeHotel 平台旗下酒店品牌 (2020 年 7 月)



资料来源: Wehotel 网站

提高自有平台获客率，有效降低销售佣金费用。OTA 平台平均抽佣率在营业额的 10%-15%左右。同时当客人入住并离店后，次月 OTA 渠道才会将

款项(扣除相关佣金后)结算给锦江总部财务,锦江总部财务在收到 OTA 款项的次月返还至各分店,即客人离店后 2 个月后扣除对应佣金后的住宿费金额才能返还给分店。这样的销售体系不仅增加了公司的销售成本,同时与 OTA 渠道的次月结算也给公司带来了一定的资金压力。

表 12: OTA 平台佣金率

OTA 平台	项目名称	佣金率 (%)
携程	携程分销	15%
	携程_限时特惠房预订	10%
	携程_众荟直连预订	30%
艺龙	艺龙分销	15%
	艺龙_限时特惠房预订	10%
去哪儿	去哪儿_旗舰店	15%
	去哪儿_限时特惠房预订	10%
途牛	途牛_途牛支付	15%
美团	美团-普卡价预订	7%
	美团_限时特惠	7%
Booking	Booking	15%
Agoda	AGODA-普卡价预订	15%

资料来源:公司官网,携程、艺龙等 OTA 平台,光大证券研究所

为了减少对 OTA 平台依赖,公司通过推广自有系统预订渠道增加获客率,降低中央平台预订费,使用锦江集团自有渠道中央渠道客源输送费(散客)为 3 元/间夜;锦江中央渠道企业客户输送费为房费的 6%。远低于 OTA 平台 10%-15% 的抽佣率,且可以避免次月返还酒店收入的情况。

4、疫情推动资产结构优化

4.1、加盟率持续提升,比肩国际酒店巨头

对酒店管理集团而言,轻资产模式是实现连锁化扩张的主要模式。连锁酒店的经营模式分为重资产模式和轻资产模式,即直营模式和加盟模式。直营模式指酒店集团自持或租赁物业,使用集团旗下品牌自行经营管理的模式。目前绝大多数酒店集团的经营物业来自于租赁。加盟模式又可以分为特许经营和委托管理两类。两者都可以使用酒店集团的品牌、标识、广告推销、预定网络等,区别主要在于是否由酒店管理集团派驻管理人员替业主方经营酒店。

在美国,追求轻资产策略已经不是酒店业的一个新趋势,主要酒店集团都已摆脱传统自有物业经营模式,实现向加盟模式的转变。2008 年金融危机以后,希尔顿、凯悦、洲际、万豪等酒店集团以特许经营或委托管理方式运营的酒店数比例高达 85% 以上。而对于中国酒店而言,轻资产化经营仍是酒店业发展新趋势。经过最近几年的发展,公司 2020H1 酒店加盟率增长至 89%,基本接近美国酒店集团发展水平。

图 14：公司加盟店与直营店数量变化

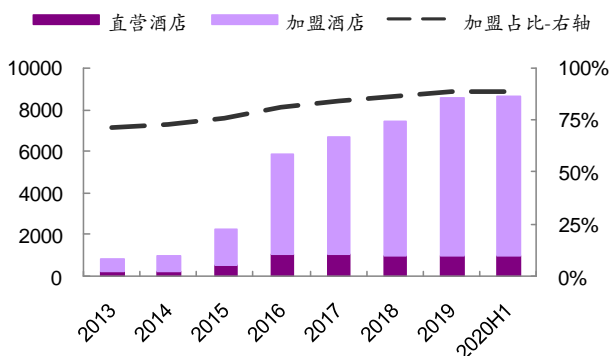
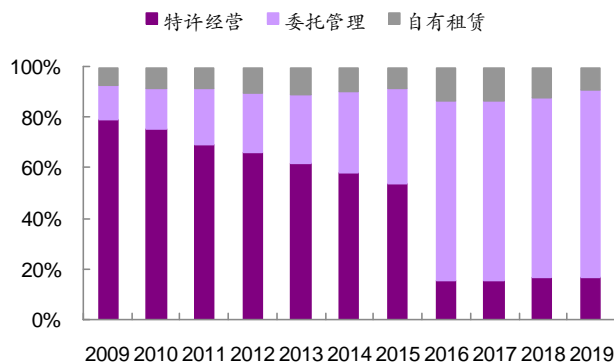


图 15：2019 年美国酒店集团平均加盟率为 91%



资料来源：中国饭店协会，光大证券研究所（注：单位家）

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

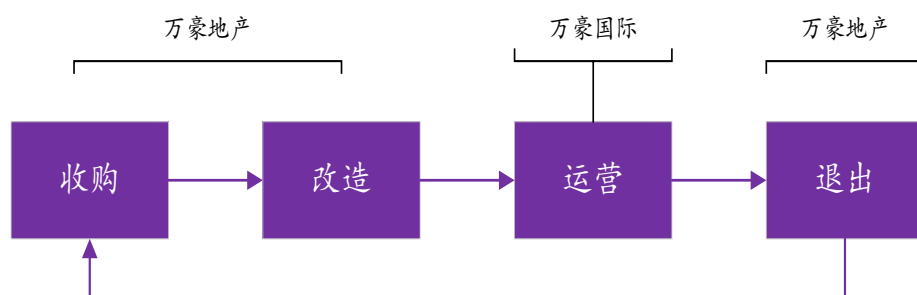
4.2、类 REITs 缓解资金压力，加速直营酒店出表

自 1960 年美国 REITs 诞生以来，美国市场 REITs 发展成熟，并涉及寄宿类领域。REITs 在汇集投资者资金后，由专门投资机构进行酒店物业投资，并交给酒店管理公司经营管理，投资综合收益 90% 以上分配给投资者。为保证收益率，REITs 会选择与著名酒店集团合作，选择其连锁酒店品牌和酒店管理团队。以苹果酒店房地产投资信托公司 (Apple Hospitality REIT, APLE) 为例，该公司投资组合中包括 104 家万豪品牌酒店、126 家希尔顿品牌酒店、1 家凯悦品牌酒店，仅 2 家独立酒店。客观上，REITs 促进了酒店集团的连锁扩张。

酒店集团也会自建 REITs。万豪发展为全球最大的酒店集团，核心就是采取了 REITs 模式。1993 年，万豪将其业务拆分为两块：万豪地产和万豪国际，所有自持酒店资产剥离给万豪地产 REITs，并进行资产证券化。万豪国际则保留酒店管理和经营业务。业务拆分后，分别采用重资产和轻资产模式的万豪地产和万豪国际产生了 1+1>2 的效果，两者构造了一个良好的循环体系。

首先，万豪地产通过收购物业，持有资产；其次，对物业进行改造翻新、提升资产价值；第三，引入万豪国际进行资产运营，打造品牌价值；最后，将不良资产或不符合公司战略发展的物业出售，获得资金用以下一轮资产收购。万豪地产和万豪国际存在紧密的合作关系，一方面，REITs 盘活资产，新建或改建酒店后与管理公司签订特许经营或委托管理协议，促进品牌扩张；另一方面，酒店管理公司带来稳定的现金流，有利于 REITs 以后收购更优质的资产。

图 16: 万豪采取房地产投资信托模式, 轻重资产并行



资料来源: 光大证券研究所

从轻资产运营模式、多品牌战略等方面可以发现, 中国酒店业发展路径与美国有极大相似性, 中国酒店加盟率、多品牌布局方向都在向美国靠近。2020年4月, 中国公募REITs正式开始试点。虽然此次试点仅限于基础设施项目作为底层资产, 并不包括房地产、酒店类业务, 但也为中国发展其他类型REITs打下基础, 酒店集团存在向万豪房地产投资信托模式转型的可能。目前国内类REITs业务的实践做法主要是在资产证券化业务框架下, 构建基于存量不动产的具有稳定现金流的基础资产, 设立发行资产支持专项计划。

2020年1月起公司多次向锦江资本集团转让锦江之星等经济型酒店, 股权转让后公司以受托管理方式继续经营。截至2019年底, 锦江之星共有开业酒店1058家, 当年净开业数为-30家。我们认为, 疫情后为了快速回笼资金, 逆势布局酒店市场, 公司有望加速通过类REITs工具剥离经济型直营酒店, 轻资产率将得到进一步提升。

表 13: 2020 年公司通过类 REITs 等方式剥离经济型直营酒店

时间	转让方	与本公司关系	标的资产	交易金额 (万元)	受让方
2020/07	锦江之星旅馆有限公司	全资子公司	天津沪锦投资管理有限公司 70%的股权	5,449.53	上海锦江资本股份有限公司
	上海锦江国际旅馆投资有限公司		沈阳松花江街锦江之星旅馆有限公司 70%的股权	3,665.08	
			长春锦旅投资管理有限公司 70%的股权	1,132.77	
			天津锦江之星旅馆有限公司 51%的股权	4,063.26	
			镇江京口锦江之星旅馆有限公司 51%的股权	1,695.98	
2020/04	上海锦江国际酒店股份有限公司	本公司	上海锦江达华宾馆有限公司 70%股权	17,144.16	上海锦江国际投资管理有限公司
	上海锦江国际旅馆投资有限公司	全资子公司	天津河东区锦江之星投资有限公司 100%的股权	5,626.22	上海锦江资本股份有限公司
	锦江之星旅馆有限公司	全资子公司	宁波锦波旅馆有限公司 100%的股权	4,574.30	
		全资子公司	上海锦江资本股份有限公司	6,712.48	
2020/01	上海锦江国际旅馆投资有限公司	全资子公司	西安锦江之星 100%股权	7519.31	光缕公司
		全资子公司	郑州锦江之星 100%股权	6016.85	

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

5、盈利预测与投资建议

公司收入结构中海外占比约 25%，二季度受海外疫情加剧影响，业绩环比修复进度较慢。考虑到欧洲市场疫情风险，我们下调 2020 年业绩预测。公司抓住改革机遇，随着各项改革措施的推进，疫情后规模扩张有望加速提升，因此上调 21/22 年盈利预测。预计 20-22 年净利润为 3.4/13.1/14.7 亿，EPS 为 0.35/1.37/1.54 元（原 0.50/1.23/1.28 元），对应 PE 119X/30X/27 X。

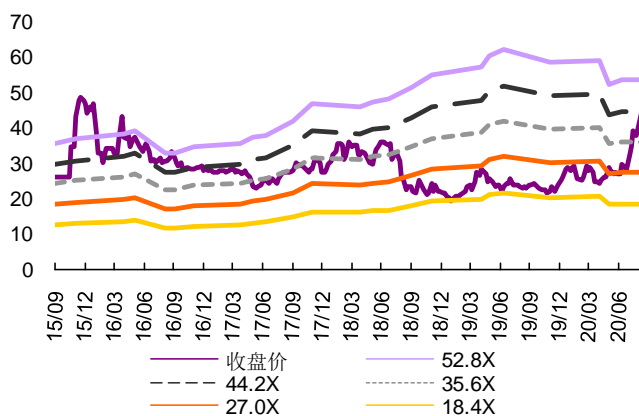
表 14：可比公司 PE 估值

代码	名称	股价 (元)	EPS (元)				PE (X)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
600258	首旅酒店	18.48	0.47	0.08	1.00	1.10	39	240	19	17
HTHT.O	华住	312.43	5.94	-2.11	7.47	9.24	53	NA	42	34
600754	锦江酒店	41.54	1.14	0.35	1.37	1.54	36	119	30	27

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（注：华住数据为 wind 一致预期值，股价以美元兑人民币 6.9 换算，股价选自 2020-8-28 收盘价。）

由于疫情特殊事件冲击，2020 年可比公司业绩同样大幅下滑导致 PE 陡增，盈利预测无法反映酒店行业真实盈利水平，所以我们选取 2021 年盈利预测作为参考。我国三大连锁酒店集团分别为锦江、华住、首旅，其中锦江酒店规模位列行业第一，即便考虑不同市场间的估值差异，与华住相比，锦江 21/22 年 PE 存在较大折价。2019 年公司绝对规模、净开店分别为 8514/1071 家，高于首旅同期 4450/401 家的对应数据，且已率先实现全球化布局，因此估值较后者存在一定溢价。

图 17：公司历史 PE 走势（截至 2020 年 8 月 28 日）



资料来源：Wind，光大证券研究所（注：图例中收盘价指当日收盘价对应估值。）

参考公司历史 PE 估值，除了 2020H1 外，估值区间在 20-50 倍 PE，21/22 年 PE 位于略低于公司历史中枢水平。我们预计 2021 年一季度酒店盈利水平有望同比转正，随着疫情影响的边际下降，行业修复周期中公司业绩将释放较大弹性，估值将得到一定修复。考虑集团正在统筹实施全球酒店产业整合，中国区作为改革样板将进入新一轮发展期，上调至“买入”评级。

6、风险分析

- **国改进度不及预期：**改革落地进度存在不确定性，可能导致经营整合、控本降费效果低于预期。
- **加盟扩张低于预期：**近年来公司新加盟向中高端倾斜，相比经济型酒店中高端产品的投资门槛及管理难度更高，可能导致增速不及市场预期。
- **疫情减缓不及预期：**若未来疫情出现反复，将会推迟酒店业复苏进度。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	14,697	15,099	9,709	15,683	16,935
营业成本	1,528	1,527	7,411	9,076	9,802
折旧和摊销	873	834	821	827	834
税金及附加	172	164	117	188	203
销售费用	7,538	7,689	657	924	998
管理费用	4,065	4,077	2,136	3,607	3,895
研发费用	25	28	18	29	31
财务费用	372	339	366	331	312
投资收益	523	242	900	240	240
营业利润	1,550	1,763	588	1,828	2,040
利润总额	1,564	1,759	579	1,819	2,031
所得税	336	480	145	455	508
净利润	1,228	1,279	435	1,364	1,523
少数股东损益	145	187	100	50	50
归属母公司净利润	1,082	1,092	335	1,314	1,473
EPS(按最新股本计)	1.13	1.14	0.35	1.37	1.54

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,515	2,638	2,266	3,296	2,329
净利润	1,082	1,092	335	1,314	1,473
折旧摊销	873	834	821	827	834
净营运资金增加	-697	156	1,069	-719	161
其他	2,257	555	41	1,874	-139
投资活动产生现金流	-605	-886	700	15	40
净资本支出	-894	-1,033	-200	-200	-200
长期投资变化	405	502	0	0	0
其他资产变化	-117	-355	900	215	240
融资活动现金流	-5,444	-3,195	-960	-483	-858
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-3,054	-1,879	-19	0	0
无息负债变化	445	62	-3,135	3,084	346
净现金流	-2,526	-1,441	2,006	2,828	1,511

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	89.6%	89.9%	23.7%	42.1%	42.1%
EBITDA 率	19.1%	20.7%	8.0%	17.8%	17.5%
EBIT 率	9.3%	11.5%	-0.4%	12.5%	12.5%
税前净利润率	10.6%	11.7%	6.0%	11.6%	12.0%
归母净利润率	7.4%	7.2%	3.4%	8.4%	8.7%
ROA	3.1%	3.3%	1.2%	3.4%	3.7%
ROE (摊薄)	8.6%	8.2%	2.6%	9.3%	9.8%
经营性 ROIC	4.1%	5.0%	-0.1%	6.7%	7.3%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	66%	63%	60%	61%	60%
流动比率	1.22	1.12	2.19	1.79	1.93
速动比率	1.21	1.10	2.17	1.77	1.91
归母权益/有息债务	0.73	0.86	0.85	0.92	0.99
有形资产/有息债务	1.06	1.13	1.11	1.40	1.49

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	40,133	38,874	35,581	39,876	41,200
货币资金	7,355	5,920	7,925	10,754	12,265
交易性金融资产	263	252	252	252	252
应收账款	995	1,157	786	1,270	1,372
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款(合计)	525	511	310	490	529
存货	85	94	85	109	118
其他流动资产	332	352	217	367	398
流动资产合计	9,835	8,496	9,784	13,483	15,189
其他权益工具	0	53	53	53	53
长期股权投资	405	502	502	502	502
固定资产	6,634	6,432	5,957	5,468	4,966
在建工程	539	505	484	468	456
无形资产	7,334	7,261	7,116	6,973	6,834
商誉	11,426	11,380	11,380	11,380	11,380
其他非流动资产	103	101	101	101	101
非流动资产合计	30,297	30,378	25,797	26,393	26,012
总负债	26,334	24,518	21,365	24,448	24,795
短期借款	13	19	0	0	0
应付账款	2,027	2,007	741	2,269	2,451
应付票据	0	0	74	91	98
预收账款	948	998	485	784	847
其他流动负债	-77	-52	-52	-52	-52
流动负债合计	8,050	7,614	4,460	7,544	7,890
长期借款	15,508	14,116	14,116	14,116	14,116
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	306	292	292	292	292
非流动负债合计	18,284	16,905	16,905	16,905	16,905
股东权益	13,798	14,356	14,216	15,428	16,406
股本	958	958	958	958	958
公积金	8,703	8,525	8,525	8,525	8,525
未分配利润	2,705	3,748	3,508	4,670	5,598
归属母公司权益	12,622	13,255	13,015	14,177	15,105
少数股东权益	1,176	1,101	1,201	1,251	1,301

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	51.29%	50.92%	6.77%	5.89%	5.89%
管理费用率	27.66%	27.00%	22.00%	23.00%	23.00%
财务费用率	2.53%	2.25%	3.77%	2.11%	1.84%
研发费用率	0.17%	0.18%	0.18%	0.18%	0.18%
所得税率	22%	27%	25%	25%	25%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.60	0.60	0.16	0.57	0.64
每股经营现金流	3.67	2.75	2.37	3.44	2.43
每股净资产	13.18	13.84	13.59	14.80	15.77
每股销售收入	15.34	15.76	10.14	16.37	17.68

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	37	36	119	30	27
PB	3.2	3.0	3.1	2.8	2.6
EV/EBITDA	24.3	21.1	65.9	17.9	16.5
股息率	1.4%	1.4%	0.4%	1.4%	1.5%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼