

整合+扩张提速，酒店龙头逆势成长

锦江酒店（600754.SH）首次覆盖

核心结论

多品牌矩阵战略助力公司成就行业龙头地位。公司自2015年以来通过收购法国卢浮酒店、国内维也纳酒店、铂涛酒店集团一举成为国内市占率第一酒店集团（21%）。19年底拥有酒店数量达8514家，中端酒店占比42%，加盟店占比88%，无论是整体规模还是中高端酒店占比均处于行业龙头地位。

连锁化+产品升级驱动我国酒店行业长期繁荣，短期疫情催化行业整合加速。首先，目前我国酒店连锁化率仅为20%，较美国成熟市场70%占比提升空间较大；其次，我国连锁中高端酒店占比仍然较低，仅为20%不到，而美国为39%，相去甚远。受益于消费升级未来中高端酒店占比有望持续提升，中高端酒店盈利水平显著高于经济型酒店（EBIT Margin高5-7pct），有望驱动酒店行业盈利提升；此外，参考SARS期间酒店业表现，我们认为此次疫情有望加速行业单体酒店出清，龙头酒店品牌加盟业务有望获得更多市场空间。

整合+扩张提速，公司有望迎来逆势成长。我们认为未来2-3年公司将迎来成长扩张和内部整合效率提升的关键窗口期。扩张方面，公司借助维也纳、铂涛旗下优质中高端酒店品牌，保留强化其市场化运营管理机制，持续体现出强大的市场扩张实力，19年新开店1600多家，新开店规模持续增长，目前公司pipeline酒店数高达4544家，保障未来逆势成长。而内部整合提效方面，我们认为随着19下半年铂涛、维也纳管理层相继调整完成，公司“一中心三平台”战略有望提速，短期受疫情影响或有波动，但预计21-22年管理费用率、销售费用率水平将持续优化（整体降低1-2pct），带动业绩释放。

首次覆盖，给予“买入”评级。预计公司20-22年EPS分别为0.47/1.45/1.70元，对应最新PE分别为51/17/14倍。预计公司19-21年扣非利润复合增速24%，给予公司21年24倍PE，对应目标价34.8元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：疫情影响超预期，宏观经济下行压力超预期。

核心数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	14,697	15,099	13,536	17,447	18,783
增长率	8.2%	2.7%	-10.4%	28.9%	7.7%
归母净利润（百万元）	1,082	1,092	452	1,393	1,627
增长率	22.8%	0.9%	-58.6%	207.9%	16.8%
每股收益（EPS）	1.13	1.14	0.47	1.45	1.70
市盈率（P/E）	21.3	21.1	51.0	16.6	14.2
市净率（P/B）	1.8	1.7	1.7	1.6	1.4

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

公司评级

买入

股票代码 600754

前次评级

评级变动 首次

当前价格 24.07

近一年股价走势



分析师

- 许光辉 S0800518080001
021-38584237
xuguanghui@research.xbmail.com.cn
- 李艳丽 S0800518050001
021-38584239
liyanli@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	5
关键假设	5
区别于市场的观点	5
股价上涨催化剂	5
估值与目标价	5
锦江酒店核心指标概览	6
一、多品牌矩阵战略助力公司成就行业龙头地位	7
1.1 股权结构	7
1.2 持续并购整合成就酒店龙头地位	7
1.3 业务分析：发力中端酒店，扩张潜力不断释放	8
1.4 财务分析：经营效率逐步改善	10
二、连锁化+产品升级驱动我国酒店行业长期繁荣	13
2.1 我国酒店结构升级才刚刚开始，中高端酒店占比提升空间大	13
2.2 我国酒店连锁化率提升空间较大	14
2.3 行业集中度稳步提升，龙头品牌垄断地位突出	16
2.4 疫情加速行业供给端出清，下半年 RevPAR 有望迎来触底反弹	17
三、整合+扩张提速，酒店龙头有望迎来逆势成长	19
3.1 机制创新推动整合效率提升，成长动能持续释放	19
3.2 加盟扩张有利于业绩稳健增长，对抗周期	21
3.3 19年下半年“一个中心，三个平台”整合加速，费用率改善有望提速	22
四、盈利预测及投资建议	23
4.1 关键假设	23
4.2 估值	24
4.2.1 相对估值	24
4.2.2 绝对估值	25
五、风险提示	27

图表目录

图 1：锦江酒店核心指标概览图	6
图 2：锦江酒店股权结构	7
图 3：锦江酒店旗下主要酒店品牌	8
图 4：各系列酒店门店数分布（截止 2019 年，单位：家）	8
图 5：锦江酒店主营业务板块	9

图 6: 公司加盟店数占比持续提升 (单位: 家)	9
图 7: 公司中端酒店 (按房间数) 占比提升至 47.9%.....	9
图 8: 锦江系旗下品牌酒店整体增速相对缓慢 (单位: 家)	10
图 9: 卢浮系酒店数量略有下滑 (单位: 家)	10
图 10: 铂涛系中端酒店品牌呈现快速扩张趋势 (单位: 家)	10
图 11: 维也纳成为公司中端酒店扩张核心驱动 (单位: 家)	10
图 12: 公司 14-19 年营业收入及利润复合增速为 28%和 14%.....	11
图 13: 公司持续外延并购导致财务费用大幅增长	11
图 14: 公司经营净现金流表现良好	11
图 15: 公司资产负债率稳步降低.....	11
图 16: 公司近年净利润率呈现持续改善趋势	11
图 17: 公司 ROE 触底反弹.....	11
图 18: 三家公司净利率水平对比.....	12
图 19: 三家公司 ROE 水平对比	12
图 20: 我国经济型酒店规模及增速 (单位: 家)	13
图 21: 我国中端酒店规模及增速 (单位: 家)	13
图 22: 我国连锁酒店中端酒店占比远低于美国、欧洲市场.....	13
图 23: 我国酒店连锁化率远低于成熟发达国家.....	14
图 24: 我国连锁酒店龙头加盟店占比远低于海外标杆 (2018 年)	15
图 25: 我国各连锁酒店品牌市占率.....	16
图 26: 三家酒店集团新开店数持续增加 (单位: 家)	17
图 27: 三家酒店集团 Pipeline 持续提升 (单位: 家)	17
图 28: 03 年中国酒店业收入增速明显放缓.....	17
图 29: SARS 疫情期间及后续年份低星级酒店增速明显放缓.....	17
图 30: 三大龙头酒店集团 RevPAR 增速变化.....	18
图 31: 铂涛酒店收入及归母净利润增长稳健.....	19
图 32: 铂涛中端酒店品牌门店数快速扩张 (单位: 家)	19
图 33: 维也纳酒店收入及归母净利润保持较快增速	20
图 34: 维也纳酒店门店数持续快速增长(单位: 家, %).	20
图 35: 卢浮酒店营收及净利润相对平稳	21
图 36: 卢浮集团酒店数保持平稳 (单位: 家)	21
图 37: 锦江系加盟连锁化率高于竞品	21
图 38: 19 年锦江经营业绩表现更强的抗周期能力	21
图 39: 锦江酒店费用率水平显著高于竞品 (2018 年)	22
图 40: 19 年锦江酒店费用率出现一定改善	22
图 41: DCF 估值核心假设及结论 (单位: 百万)	25
表 1: 预计 20 年受疫情影响触发商誉减值概率较低.....	12

表 2: 中端酒店带来更优的投资回报	14
表 3: 加盟品牌酒店能够显著提升盈利水平、缩短投资回收期	15
表 4: 酒店业务收入拆分	23
表 5: 公司归母净利润拆分	24
表 6: 可比公司估值 (截止 2020 年 3 月 27 日)	25
表 7: DCF 估值敏感性分析.....	26

投资要点

关键假设

- (1) 酒店业务加盟扩张方面：预计境内酒店数 20-22 年净增加分别为 792/1080/1120 家，其中，直营酒店净增加-8/0/0 家，加盟酒店净增加 800/1080/1120 家。境外酒店经营保持平稳态势，预计 20-22 年酒店净增加数分别为 0/4/6 家。
- (2) 酒店 RevPAR 方面：预计 20-22 年国内经济型酒店 RevPAR 同比增长分别为 -17.6%/26.4%/0.5%，中高端酒店 RevPAR 同比增长分别为-14.4%/22.1%/0.8%。而境外酒店方面，预计 19-21 年直营酒店 RevPAR 同比增长分别为-10%/15%/0.5%，特许经营酒店 RevPAR 同比增长分别为-10%/15%/0.2%。
- (3) 费用率方面：我们预计 20-22 年公司管理费用率分别为 28.5%/26.2%/25.8%，销售费用率分别为 52.4%/49.9%/49.4%。
- (4) 餐饮业务方面：目前公司餐饮业务利润主要由参股的 4 家肯德基地方公司贡献投资收益，预计 20-22 年贡献的投资收益分别为 197/216/227 百万元。

区别于市场的观点

- (1) 市场认为锦江酒店国有企业属性导致其运营效率偏低，整合进度缓慢，业绩端效果不明显。但我们认为锦江从整合初始便确立 16 字方针，坚定市场化机制改革方向。随着 19 年人事变动的调整完毕，我们预期“一中心三平台”整合将进入加速期，19 年费用率已经出现改善趋势（下降 1.4pct），未来 3 年有望成为其整合业绩释放的重要窗口期。
- (2) 市场认为酒店行业属于偏周期性行业，与宏观经济相关性显著，成长性弱。但我们认为目前酒店行业品牌升级、连锁化趋势明显，叠加本次疫情的催化，未来连锁化趋势有望进一步提速，锦江酒店旗下酒店品牌矩阵丰富、市场影响力突出，未来有望充分受益连锁化加速红利，逆势成长。

股价上涨催化剂

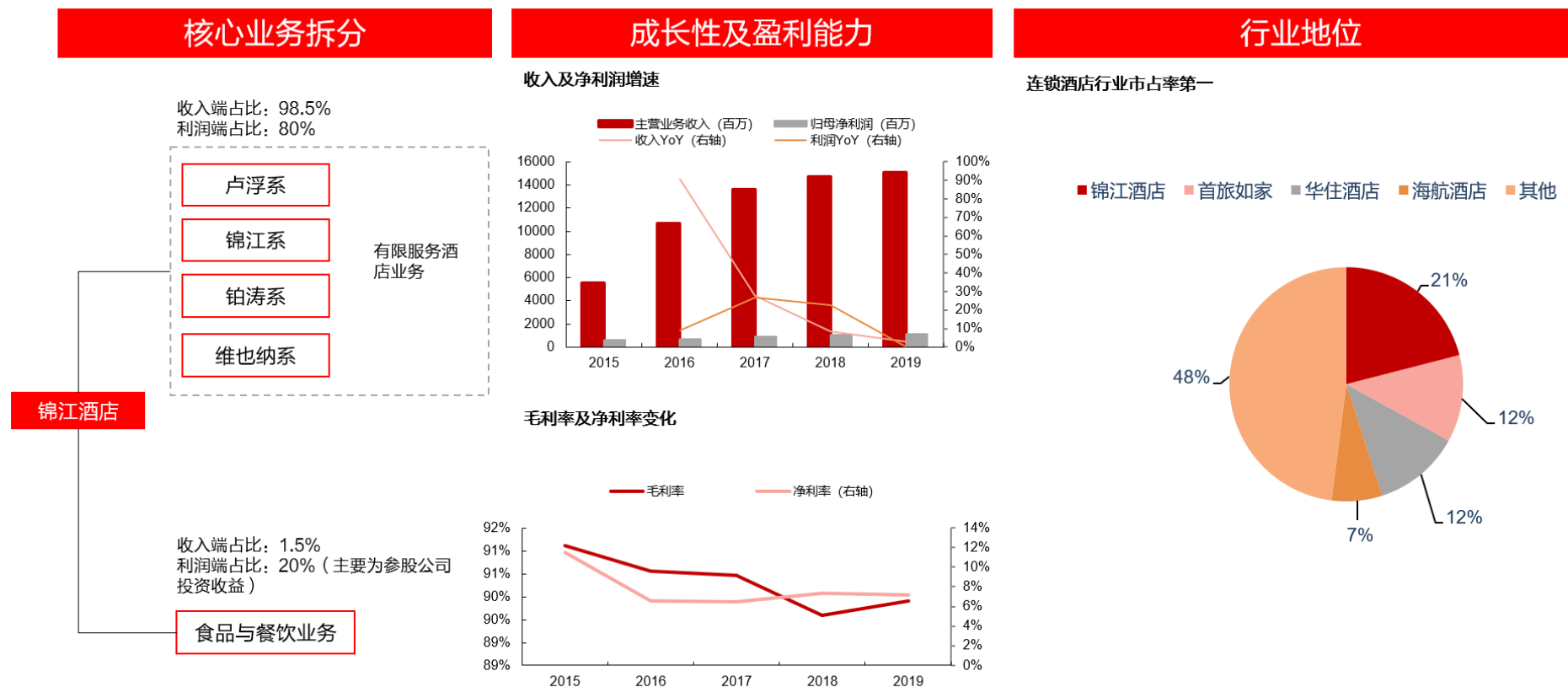
- (1) 疫情催化酒店行业供给端出清，疫情过后或迎来行业供需格局的改善，RevPAR 触底反弹；
- (2) 公司加盟扩张持续提速；
- (3) 费用率持续改善。

估值与目标价

我们预计公司 20-22 年收入分别为 135/174/188 亿元，同比增长-10.4%/28.9%/7.7%；归母净利润分别为 4.5/13.9/16.3 亿元，同比增长-58.6%/207.9%/16.8%；EPS 分别为 0.47/1.45/ 1.70 元，对应最新 PE 分别为 51/17/14 倍。根据我们的盈利预测，预计公司 21 年归母净利润 13.96 亿元，而 19 年扣非归母净利润为 8.9 亿元，即 19-21 年主业扣非利润复合增速达 24%，我们认为给予公司 21 年 24 倍 PE 相对合理，对应目标价为 34.8 元。

锦江酒店核心指标概览

图 1：锦江酒店核心指标概览图



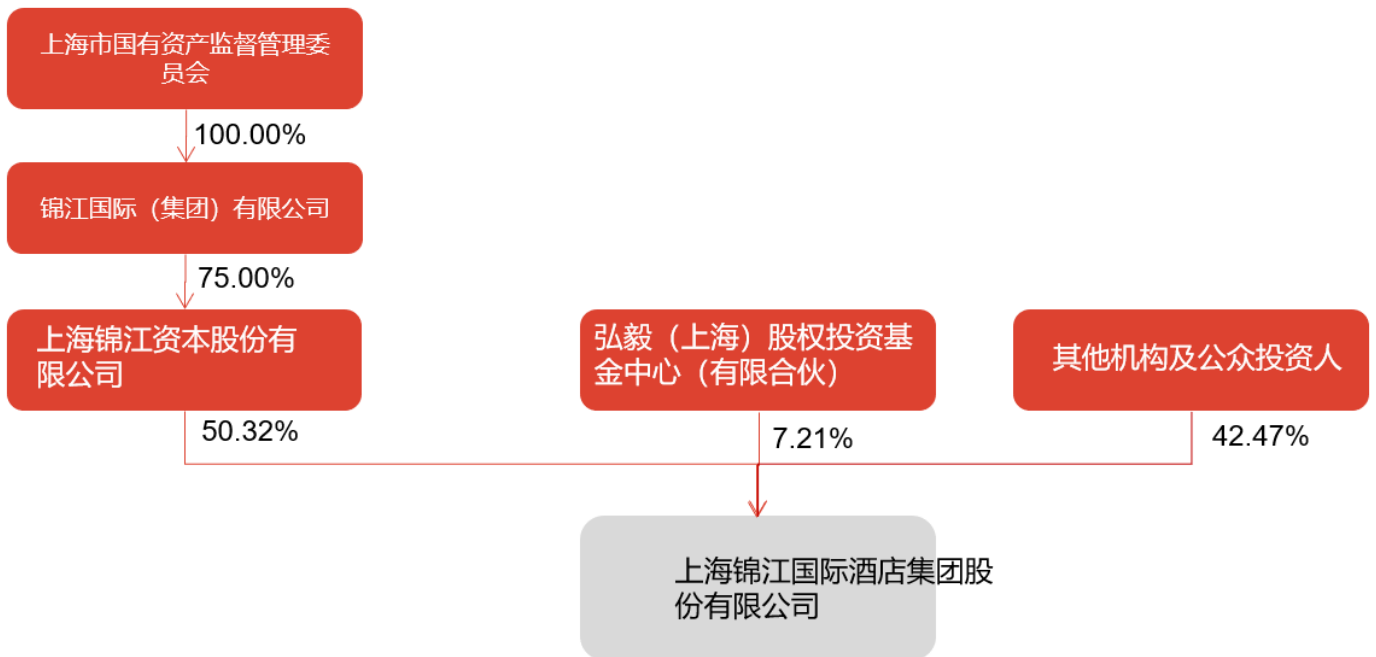
资料来源：公司官网，西部证券研发中心

一、多品牌矩阵战略助力公司成就行业龙头地位

1.1 股权结构

公司实际控制人为上海市国资委，直接控股股东为港股上市平台锦江资本，持股比例达 50.32%。2014 年上海市实行“国企改革 20 条”，锦江酒店成为混改试点企业之一，引入弘毅投资作为战略投资者，弘毅投资入股后在加速企业资本整合方面发挥了积极作用，进一步推动了公司治理结构的优化，目前弘毅投资持股比例为 7.21%（自 2018Q1 解禁以来减持比例达 5.35%）。

图 2：锦江酒店股权结构



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

1.2 持续并购整合成就酒店龙头地位

锦江酒店是目前我国市占率第一（按门店数指标）的有限连锁酒店品牌，目前旗下拥有四大酒店品牌（卢浮、锦江、维也纳、铂涛），截止到 19 年底合计酒店数量达 8514 家，房间数达 845177 间，其中中端酒店占比 42%，加盟店占比 88%。

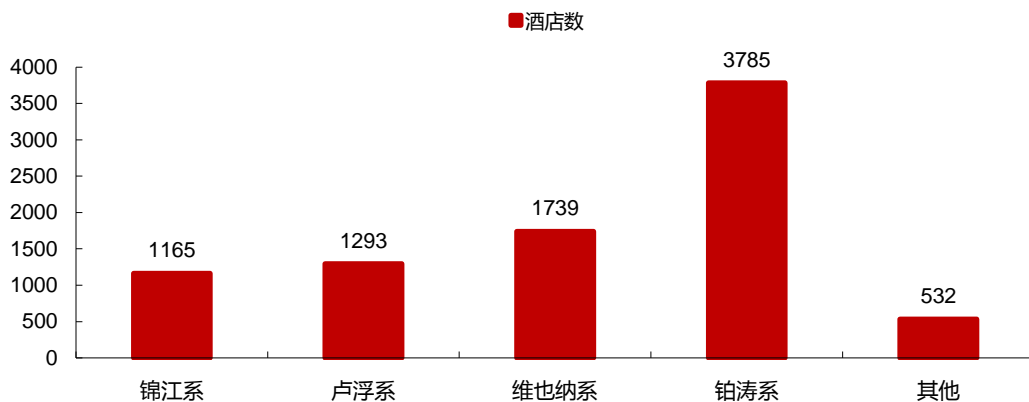
锦江酒店品牌矩阵的不断扩充和完善主要依赖于外延整合的持续推进。公司酒店板块最早起步于星级酒店业务，于 1994 年和 1996 年分别发行 B 股和 A 股。2010 年以星级酒店业务置换控股股东经济型酒店业务资产，转型发展连锁经济酒店业务。自 2015 年以来，公司持续通过资本整合战略完善连锁酒店品牌矩阵，2015 年 1 月以 13 亿欧元收购卢浮集团 100% 股权；2015 年 9 月以 85.55 亿元收购铂涛集团 81% 股权；2016 年 4 月以 17.5 亿元收购维也纳酒店 80% 股权；2017 年 10 月、2019 年 1 月进一步收购铂涛集团 12% 和 3.5% 股权，合计股权比例达 96.5%。一系列并购完成了公司酒店业务地域上从地区布局全国乃至海外市场，产品上从经济型延伸至中端酒店市场，实现了跨越式发展。

图 3：锦江酒店旗下主要酒店品牌



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 4：各系列酒店门店数分布（截止 2019 年，单位：家）

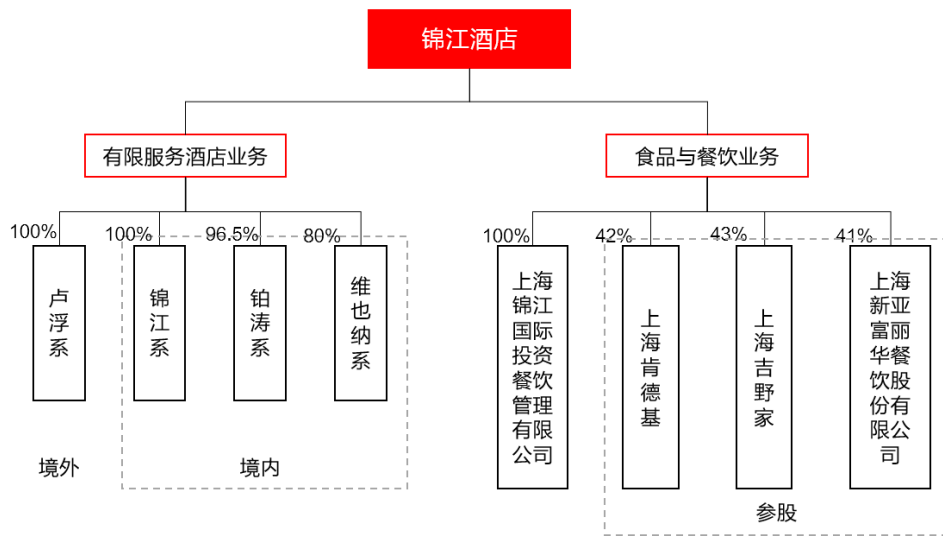


资料来源：公司财报，西部证券研发中心

1.3 业务分析：发力中端酒店，扩张潜力不断释放

公司目前业务板块形成以有限服务酒店业务为核心，食品与餐饮业务为补充的业务结构。食品餐饮包括主要包括锦江食品、新亚食品、锦箸餐饮等，此外公司还通过参股方式持有上海肯德基 42%股权，上海吉野家 43%股权。目前公司酒店业务收入及利润占比为 98%，是公司业绩增长的核心驱动，也是本文中我们分析的重点。

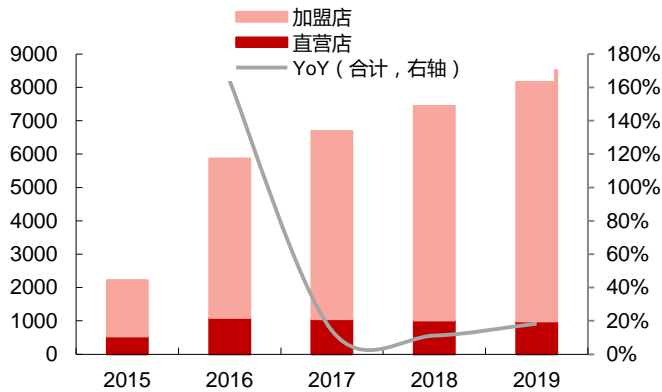
图 5：锦江酒店主营业务板块



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

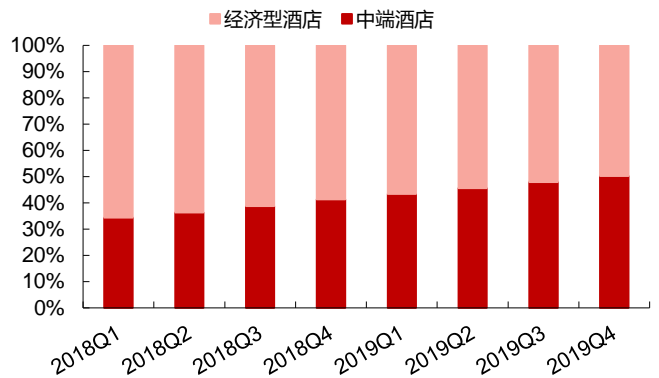
公司近年来酒店业务保持快速发展态势，主要得益于内生业务快速扩张+行业景气度回升的叠加效应，公司加快加盟业务扩张布局，重点布局中端酒店，迎合消费升级趋势。酒店数量方面，从 2015 年的 2223 家增加至 2019 年的 8514 家，复合增速达 40%。酒店结构中中端酒店成为增长的主驱动，门店数从 2015 年的 302 家增长至 2019 年的 3563 家，复合增速高达 85%，中端酒店占比从 14% 提升至 2019 年的 42%。而直营&加盟模式选择方面，公司近年来主要采取加盟模式快速展店，自 2017 年完成 4 大系列整合以来，加盟店扩张成为其主要展店模式，截止到 19Q1，公司经济型酒店加盟占比为 78.3%，而中端酒店加盟占比高达 93.5%。

图 6：公司加盟店数占比持续提升（单位：家）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

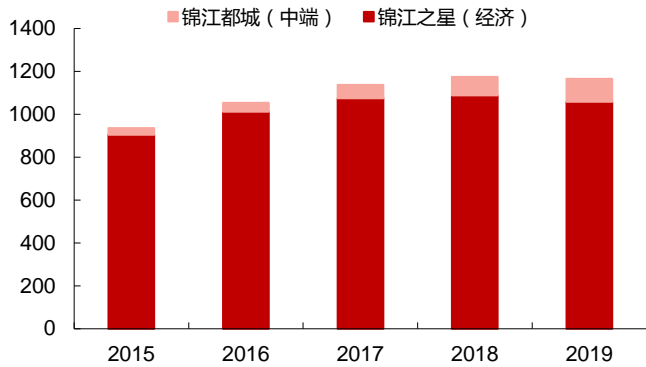
图 7：公司中端酒店（按房间数）占比提升至 47.9%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

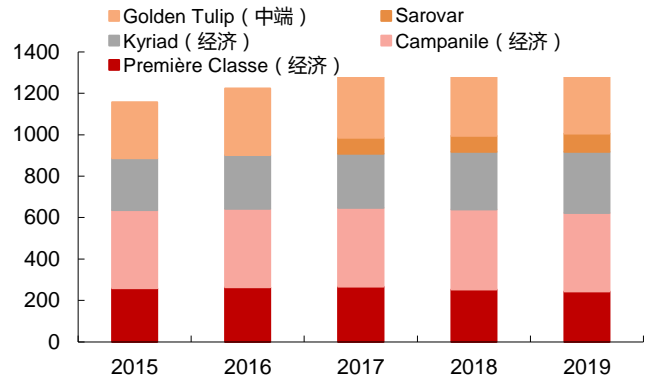
从四大品牌系列细分来看，目前维也纳、铂涛旗下的中端品牌成为公司快速展店的核心驱动，锦江系由于定位于产品样板创新试点，锦江都城整体扩张速度一般，目前锦江都城已经变更为卢浮亚洲，未来侧重点在于将卢浮旗下中端品牌引入国内市场，成为新品牌的重要试验和孵化基地。而卢浮系由于欧洲酒店市场整体趋于成熟，发展相对稳健，未来发展重点是依托锦江国内资源将其优秀的产品和管理能力输入中国市场。

图 8：锦江系旗下品牌酒店整体增速相对缓慢（单位：家）



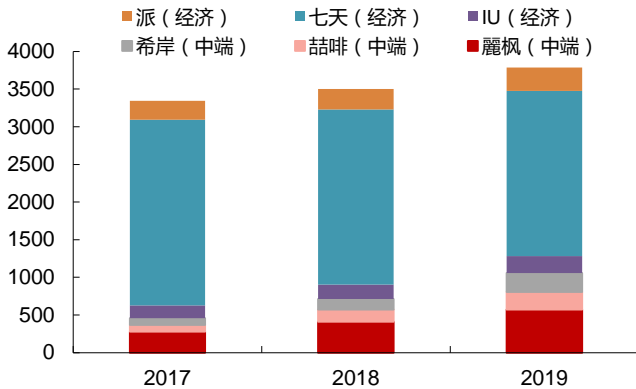
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 9：卢浮系酒店数量略有下滑（单位：家）



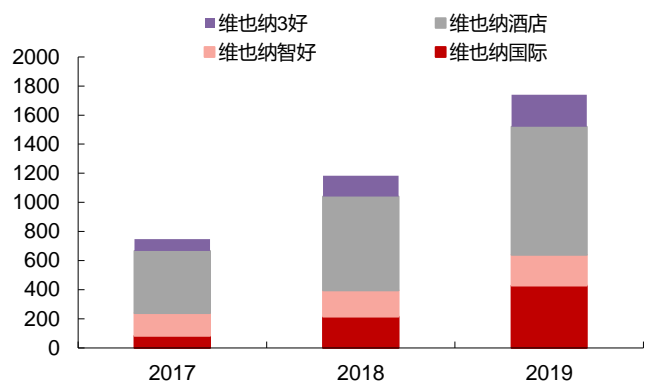
资料来源：公司公告，西部证券研发中心，注：Sarovar 为卢浮于 17 年收购的印度经济型酒店品牌

图 10：铂涛系中端酒店品牌呈现快速扩张趋势（单位：家）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 11：维也纳成为公司中端酒店扩张核心驱动（单位：家）

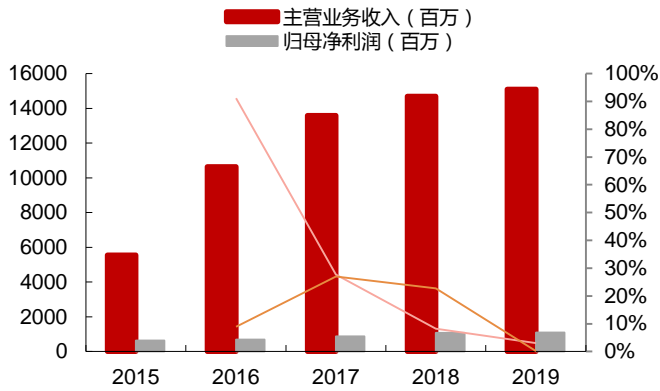


资料来源：公司公告，西部证券研发中心，注：维也纳旗下品牌均为中端酒店

1.4 财务分析：经营效率逐步改善

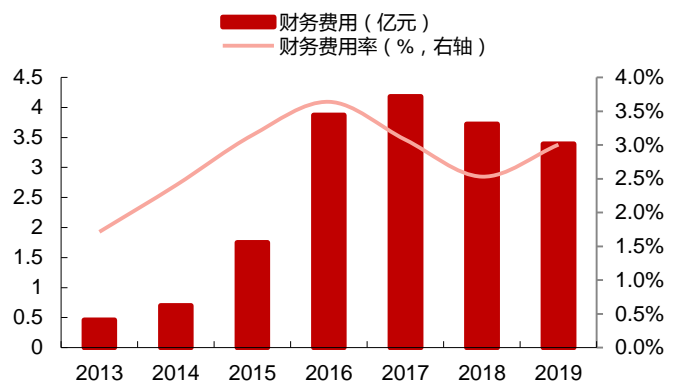
受益于内生+外延的双轮驱动，公司近年来业绩保持高速增长。2015-2019 年收入及归母净利润复合增速分别为 28%和 14%，利润增速低于收入增速主要系公司主要通过现金借款收购标的资产，财务费用大幅增长摊薄利润，2016 年以来随着公司持续偿还相关借款（定增、自身经营现金流偿还），财务费用率呈现逐步降低趋势。现金流方面，公司酒店业务拥有良好的现金流，经营性净现金流持续提升。

图 12: 公司 14-19 年营业收入及利润复合增速为 28% 和 14%



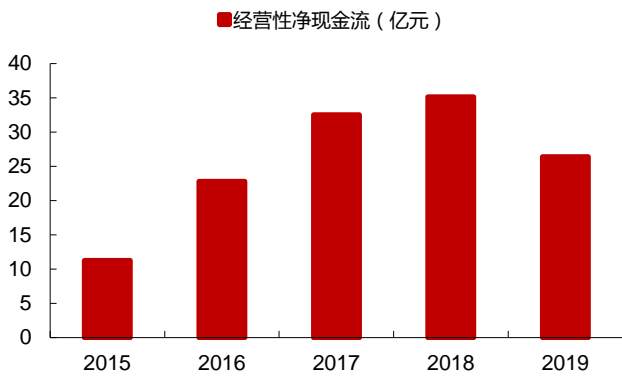
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 13: 公司持续外延并购导致财务费用大幅增长



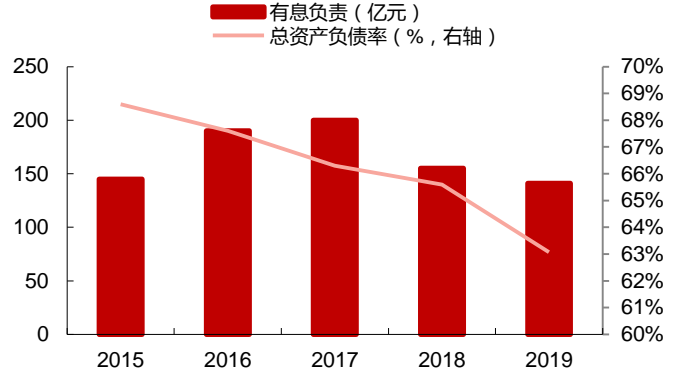
资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 14: 公司经营净现金流表现良好



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

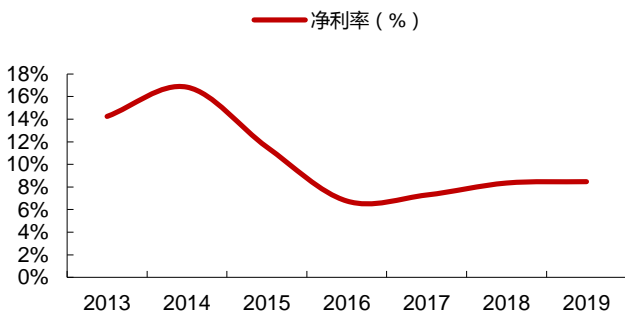
图 15: 公司资产负债率稳步降低



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心, 注: 有息负债包括短期借款和长期借款

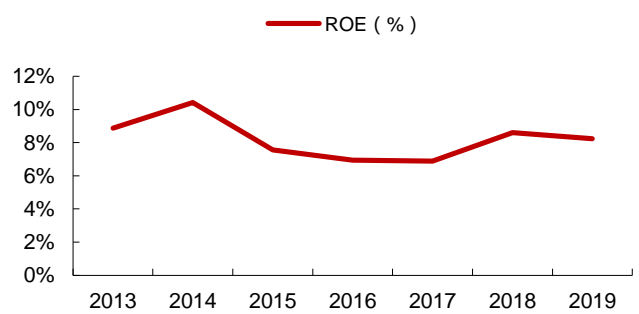
公司净利润率与 ROE 近年来呈现逐步改善趋势, 随着并购整合的逐渐完成以及负债结构的优化, 自 2016 年以来公司净利率及 ROE 呈现出不断提升趋势。

图 16: 公司近年净利润率呈现持续改善趋势



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

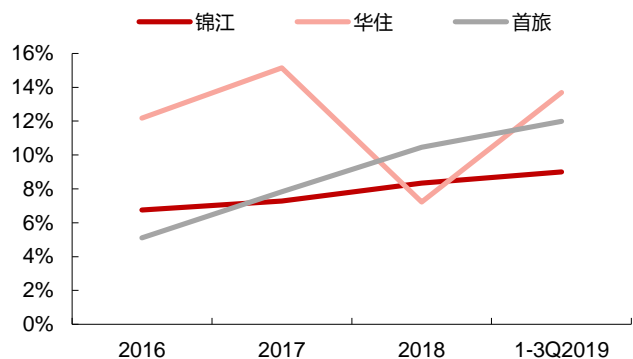
图 17: 公司 ROE 触底反弹



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

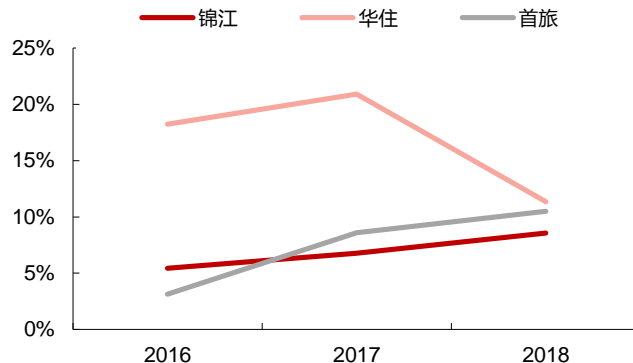
横向对比来看，公司由于近年来持续外延并购，导致 ROE 及净利率水平较华住、首旅存在一定差距，但我们认为未来随着公司持续扩张及内部整合进程的加速（具体参见下文分析），盈利能力有望持续改善，差距将有望逐步缩减。

图 18：三家公司净利率水平对比



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 19：三家公司 ROE 水平对比



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

资产负债表方面，由于公司持续外延并购，产生了较大商誉，合计规模超过 114 亿元，其中收购卢浮、铂涛、维也纳产生的商誉分别为 49.4/6.7/57.7 亿元，占总商誉的比重超过 99%。自收购之后，三家酒店均表现出稳健的增长，此前未发生过商誉减值。虽然短期受疫情影响，20 年业绩或有较大波动，但考虑到疫情只是影响短期盈利，不改变酒店行业长期发展趋势，所以我们认为短期疫情波动并不会触发三家酒店 20 年的商誉减值风险，整体风险相对可控。

表 1：预计 20 年受疫情影响触发商誉减值概率较低

公司	商誉规模 (亿元)	19 年减值测试假设 (公司财报披露)	20 年商誉减值可能
卢浮	49.38	2020 年至 2024 年收入增长率：约 1.6-2.4%，2024 年以后：约 1.4%到 2.0%；折现率直营酒店约 8%，加盟酒店约 13%	我们认为 20 年受海外疫情影响，利润或下滑 10%，但随着疫情的结束，我们预计 21 年将有望迎来恢复性增长，19-23 年扣非复合增速仍然可以达到 2.4%以上，我们预计 20 年短期疫情不改长期发展趋势，商誉减值发生概率较低。
铂涛	57.67	2020 年至 20234 年：约 9.4%，2023 年以后：约 2%；折现率约 14.12%	我们认为受疫情影响短期国内酒店市场或面临较大下行压力，但考虑到铂涛、维也纳强大的品牌力，预计 21 年将迎来低基数下的显著反弹，根据我们的测算，我们预计 19-23 年铂涛、维也纳复合增速超过 10%，长期稳健增长无虑，所以判断 20 年短期疫情大概率不会触发商誉减值
维也纳	6.69	2020 年至 2024 年：约 4.59%，2024 年以后：约 2%；以及折现率约 17.15%	

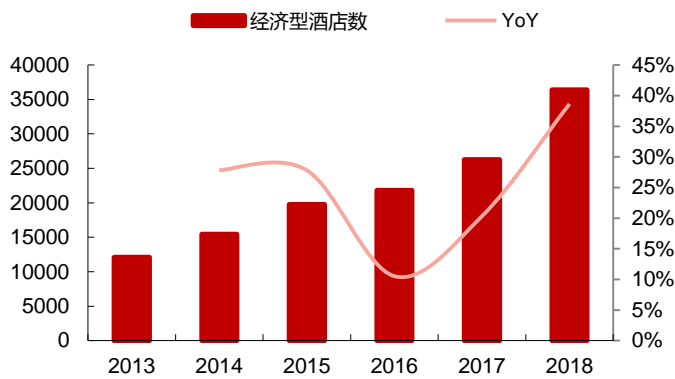
资料来源：公司财报，西部证券研发中心

二、连锁化+产品升级驱动我国酒店行业长期繁荣

2.1 我国酒店结构升级才刚刚开始，中高端酒店占比提升空间大

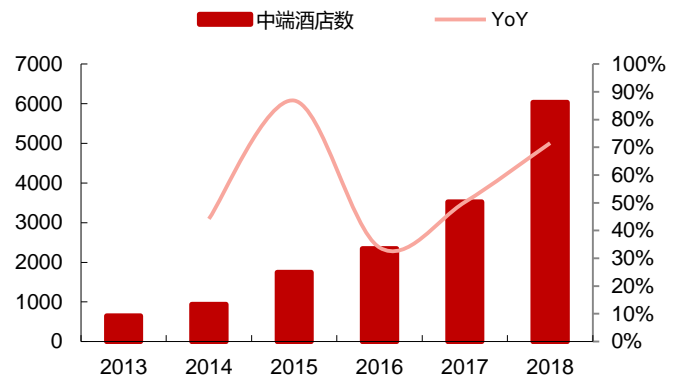
我国酒店业的发展起步于2000年前后，受益于经济的快速发展，2000-2010年成为经济型酒店快速发展的“黄金十年”。酒店数量从2000年的23家增长至2009年的3757家，十年复合增速高达67%。2010年之后，经济型酒店出现明显的供给过剩，经济型酒店RevPAR出现负增长。与此同时，中高端有限服务酒店需求开始崛起，华住为代表的龙头连锁酒店集团抓住行业需求变革趋势，率先布局中端酒店市场，迎来新一轮发展期。根据中国饭店业协会数据，我国中端连锁酒店数量从2013年的649家增长至2018年的6036家，复合增速达56%，近几年增速远高于经济型酒店。但目前我国连锁中高端酒店占比仍然较低，仅为20%不到，远低于美国39%的占比。未来我国中端酒店占比有望进一步提升，核心驱动一方面在于需求端消费升级；另一方面在于供给端面临成本不断上升压力，倒逼存量经济型酒店升级改造。

图 20：我国经济型酒店规模及增速（单位：家）



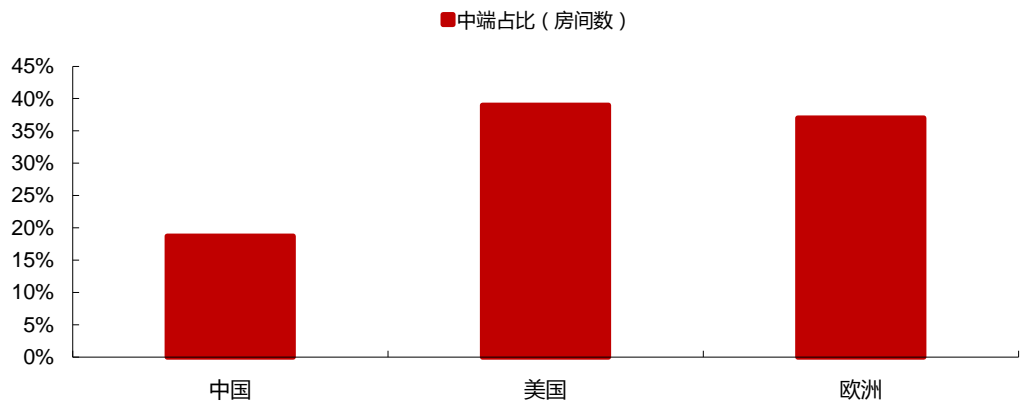
资料来源：盈碟咨询，西部证券研发中心

图 21：我国中端酒店规模及增速（单位：家）



资料来源：盈碟咨询，西部证券研发中心

图 22：我国连锁酒店中端酒店占比远低于美国、欧洲市场



资料来源：STR，西部证券研发中心

根据三家酒店集团的历史数据来看，中端酒店能够显著提升单店 RevPAR 水平，单店 RevPAR 为经济型酒店的 1.4-1.8 倍，虽然租金、耗材及运营成本相较于经济型酒店有一定上涨，但整体涨幅低于 RevPAR 提升幅度，根据维也纳公布的测算模型，经济型酒店平均单店税前利润率为 18% 左右，而中端酒店平均单店利润率为 25%（注：这里假设经济型酒店入住率略高于中端酒店），即中端酒店平均单间 EBIT 是经济型酒店的 2.5 倍，中端酒店单店投资回收期短于经济型酒店，经济效益更为突出。

表 2：中端酒店带来更优的投资回报

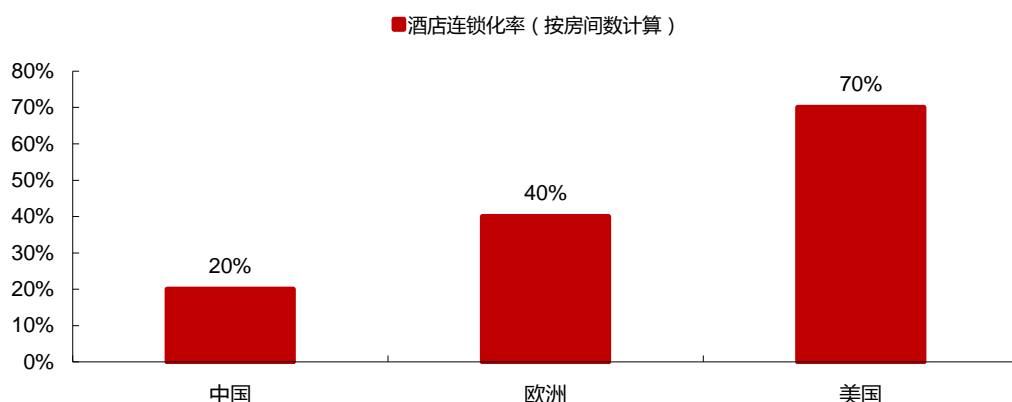
单房间模型	中端酒店	经济型酒店	比值
RevPAR（单间房日平均收入）	255	141	1.8
平均房价（元/间/天）	300	160	
入住率	85%	88%	
EBIT Margin	25%	18%	
EBIT（元）	64	25	2.5
投资回报			
投资额（万元/间）	9	6	1.5
年现金回报（=税后净利润+折旧摊销）	2.6	1.3	2.0
年投资回报率	29%	22%	

资料来源：维也纳酒店官网，西部证券研发中心，注：EBIT Margin 主要参考维也纳酒店官网数据，可能与实际情况存在一定偏差

2.2 我国酒店连锁化率提升空间较大

当前我国酒店连锁化率仍然较低，根据华住 19Q3 财报中披露的数据，目前我国酒店连锁化率仅为 20%，而美国成熟市场连锁化率高达 70%，我国酒店连锁化率提升空间较大。酒店连锁化率提升的驱动在于单体酒店面临流量获客成本高、采购运营效率低下、品牌议价能力弱等问题，通过加盟优质连锁酒店品牌，可以享受连锁品牌强大的品牌会员体系和运营体系资源，从而改善单店盈利水平。

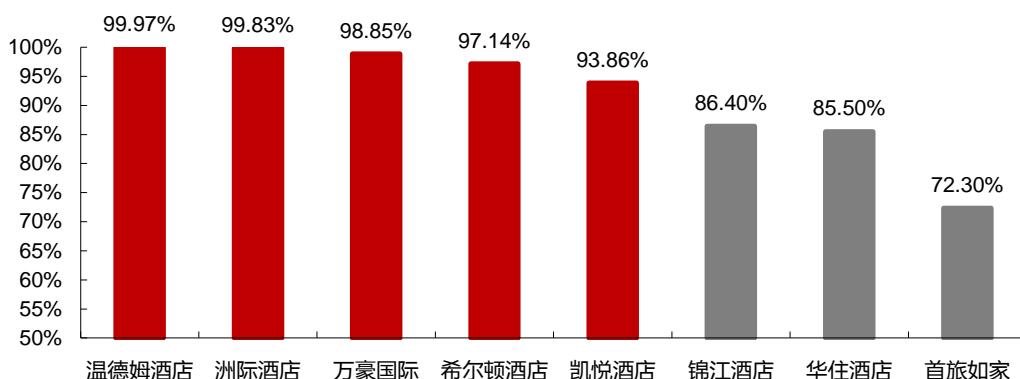
图 23：我国酒店连锁化率远低于成熟发达国家



资料来源：华住财报，西部证券研发中心

从海外市场发展经验来看，轻资产加盟输出是连锁化扩张的主要方式。我们对比海外与国内酒店连锁龙头加盟店占比，发现国内酒店龙头加盟店占比仍然具有较大提升空间。

图 24：我国连锁酒店龙头加盟店占比远低于海外标杆（2018 年）



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

我们对标单体酒店和连锁加盟酒店运营效率来看，单体酒店选择加盟连锁品牌可以有效提升其 RevPAR 水平（房价、入住率双提升）、降低规模采购成本，达到提升整体利润率和投资回报率水平目的。对比而言，连锁酒店单店利润率有望达 16.4%，年投资回报率为 27%，均显著优于单体酒店（具体参考下表分拆）。

表 3：加盟品牌酒店能够显著提升盈利水平、缩短投资回收期

	单体酒店	连锁酒店	关键假设
营业收入（万元）	907	1396	=RevPAR*总房间数*365 天
RevPAR(=ADR*OCC)	166	255	
ADR(平均房价)	255	300	连锁店较单体酒店平均房价高 18%
OCC(入住率)	65%	85%	连锁店较单体酒店平均入住率高 20pct
房间数	150	150	假设房间数都为 150 间
营运成本	863	1091	
(=折旧+耗材+人员工资+流量费用等)			
耗材（万元）	45	70	
%营业收入	5%	5%	
租金（万元）	350	350	假设 8000 平米，1.2 元/平米/天
%营业收入	39%	25%	
装修折旧（万元）	150	135	假设连锁单店平均单间装修成本 9 万元，单体酒店平均单间装修成本 10 万元；折旧年限按 10 年，残值为 0
%营业收入	17%	10%	
能源	54	84	
%营业收入	6%	6%	
人工成本	181	240	假设人房比 0.2；连锁店多出 2-3 人管理人员工资
%营业收入	20%	17%	
首次加盟费	0	45	假设单间加盟费 3000 元
%营业收入	0%	3%	

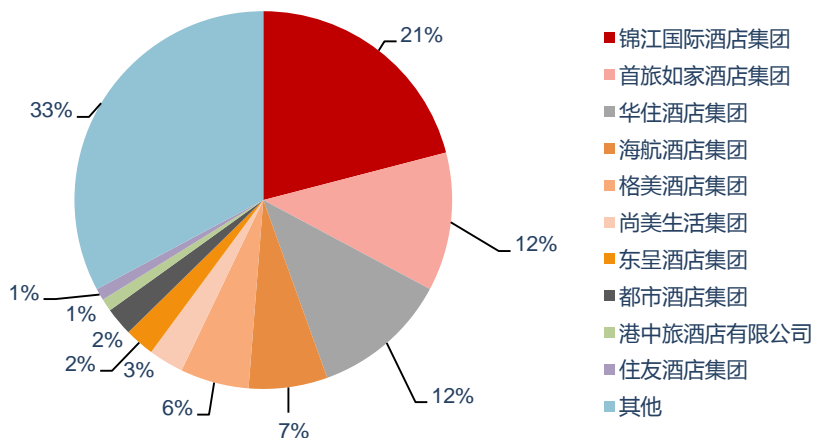
持续加盟费	0	70	
%营业收入	0%	5%	假设持续加盟 take rate 为 5%
CRS	0	56	假设连锁酒店 CRS 引流占比 60%，每单费用 20 元
%营业收入	0	4%	
OTA	82	42	假设单体酒店、连锁酒店 OTA 引流占比分别为 45% 和 20%，提成比例分别为 20%和 15%
%营业收入	9%	3%	
税前利润 (万元)	44	305	
所得税	11	76	按 25%所得税率
税后利润 (万元)	33	229	
单店净利率 (%)	3.7%	16.4%	
单店投入 (万元)	1500	1350	
年现金回报 (=税后净利润+折旧摊销)	183	364	
年投资回报率	12%	27%	

资料来源: wind, 西部证券研发中心

2.3 行业集中度稳步提升，龙头品牌垄断地位突出

目前，我国酒店行业 top10 连锁酒店品牌市占率为 67.19% (占所有连锁酒店集团比例，不包含单体酒店)，top3 集中度为 44.51%，我国酒店行业呈现出龙头垄断地位不断加强趋势。

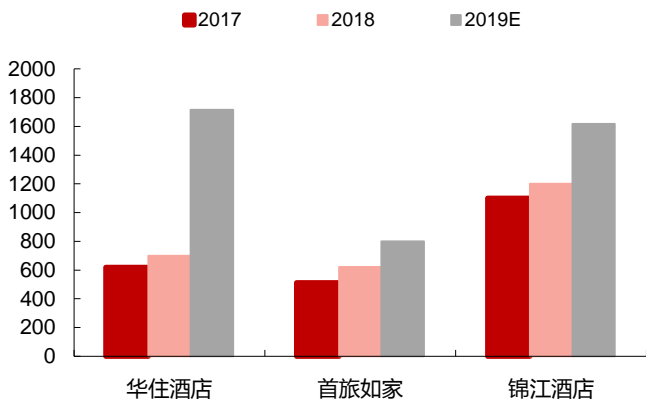
图 25: 我国各连锁酒店品牌市占率



资料来源: 盈碟咨询, 西部证券研发中心

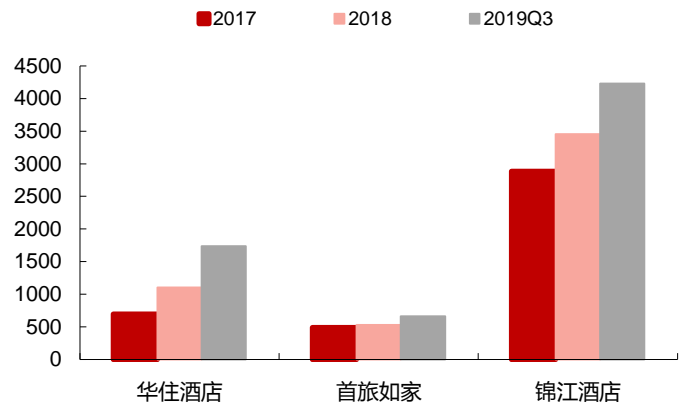
目前，top3 的扩张情况来看，呈现出明显加速趋势，19 年开店增速超过 15%，显著高于行业整体增速 (5%左右)。华住、锦江、首旅近年来新开店数及 pipeline (已签约未开业门店数) 都在不断创出历史新高，我们预计未来前三大酒店集团市占率有望持续提升。

图 26：三家酒店集团新开店数持续增加（单位：家）



资料来源：公司财报，西部证券研发中心，注：2019、2020 年新开店数为合理估算或公司指引数

图 27：三家酒店集团 Pipeline 持续提升（单位：家）



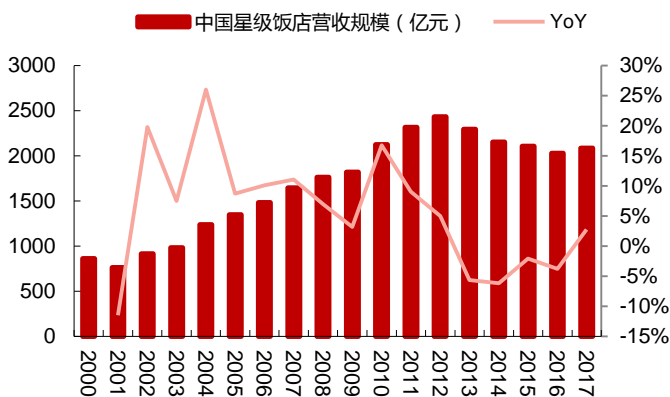
资料来源：公司财报，西部证券研发中心，注：锦江酒店数据包含海外

2.4 疫情加速行业供给端出清，下半年RevPAR有望迎来触底反弹

2020Q1 爆发的新冠疫情对旅游、住宿业的冲击明显，根据湖南省饭店业协会发布的《关于 2020 湖南省住宿业受疫情影响调研》报告，春节期间湖南省被抽样调查的酒店中有 87%处于停业状态；而停业天数方面，预计停业 20-60 天的住宿业占到总数的 50%。整体春节期间，酒店业收入较 19 年同比大幅下滑 86%，预计 1 季度收入规模较去年同期下滑 70%。

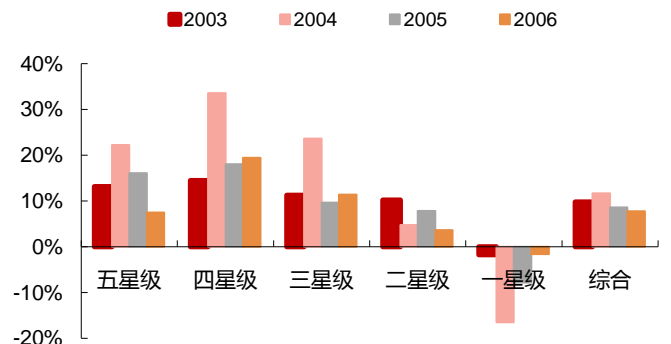
历史经验来看，参考 03 年 SARS 疫情，酒店业在 4-7 月份（疫情爆发最严重阶段）遭受重创，酒店业营业增速下滑近 20%，下半年随着需求复苏有所回补（主要受经济上行周期带动），但全年增速较上一年明显放缓。单体酒店受冲击最为明显，单体酒店因抗风险能力差而被淘汰，加速了低端单体酒店的产能出清。此次疫情的突发后续也为连锁经济型酒店的快速发展带来了契机，间接影响了经济型连锁酒店品牌的扩张速度。

图 28：03 年中国酒店业收入增速明显放缓



资料来源：中国饭店业协会，西部证券研发中心

图 29：SARS 疫情期间及后续年份低星级酒店增速明显放缓



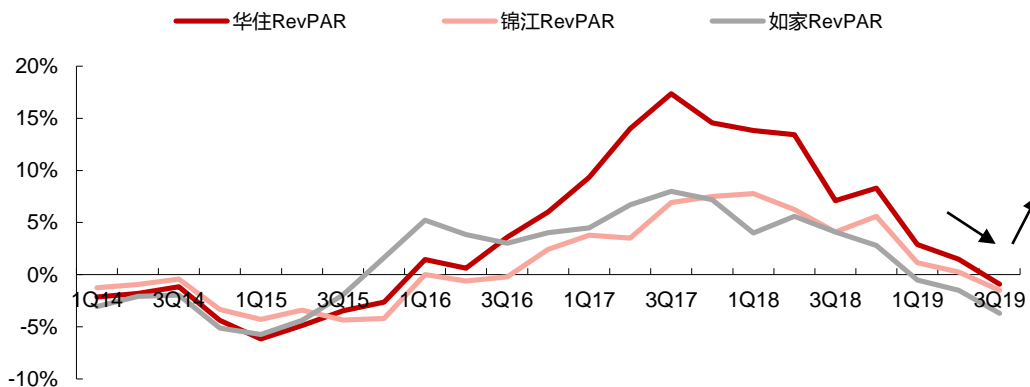
资料来源：中国饭店业协会，西部证券研发中心

考虑到此次疫情全面升级的人流管控措施，短期对行业冲击更为明显。可以预见的是，本次疫

情对单体酒店、经营能力较弱的中小连锁酒店冲击更大，行业面临重新洗牌，加速无效、低效产能出清。此外，不同于03年，当前我国经济整体处于下行周期，酒店业自18Q4以来行业经营压力不断显现，行业整体预期较为谨慎，将进一步压缩新增供给的释放。

我们认为2H20-1H21行业整体将有望迎来RevPAR的触底反弹，主要受低基数以及下半年需求回补因素驱动，其中龙头酒店连锁将更为受益（供给端出清）。

图 30：三大龙头酒店集团 RevPAR 增速变化



资料来源：wind，西部证券研发中心

三、整合+扩张提速，酒店龙头有望迎来逆势成长

3.1 机制创新推动整合效率提升，成长动能持续释放

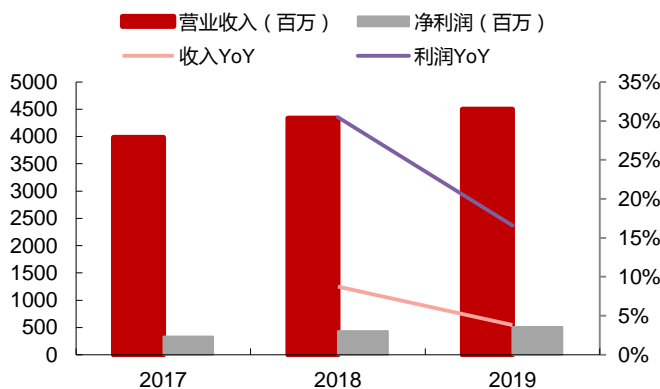
我们对比前三大酒店集团，认为锦江酒店在酒店数量、多品牌矩阵、国际化布局方面领先于其他竞品。锦江酒店细分品牌完整，定位互补，满足不同地区、不同加盟商需求，表现出更强的乘数效应。

此前市场认为公司多品牌运营下整合难度较高，或导致经营效率偏低。但公司在全面实施整合酒店行业战略初期就制定了“基因不变、后台整合、优势互补、共同发展”的16字方针，虽然后续整合过程相对缓慢，但公司本着行稳致远的思路，不断理顺各品牌的定位，积累宝贵经验。公司先后收购的铂涛、维也纳品牌，实现了国有企业在市场化制度改革探索的突破，收购后保持了品牌原有的激励机制，确保了收购后发展动能。

铂涛：“622”模式激发新品牌创新孵化能力

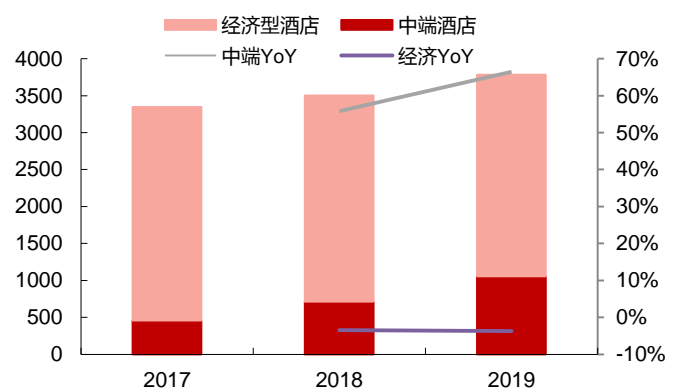
公司通过两次股权收购后，目前持有铂涛集团96.5%股权，创始人郑南雁持有剩余的3.5%股权。铂涛被收购后完成了私营企业到国有企业的转变，但仍保持了其原有的高度市场化的运营机制，保持了其原有的新孵化品牌“622”股权结构，即对中高端酒店品牌创业团队通过实现“6+2+2”的股权结构设计（集团公司占60%，集团高管占20%，创业团队占20%）实现利益共担共赢，陆续开发了麓枫、喆啡、希岸等优质中端酒店品牌，深受年轻人的喜爱，快速推动了铂涛中端酒店的布局。其次，是市场拓展方面，给予销售团队更为市场化的激励手段，充分调动了销售团队的积极性。而在效果方面，最近几年公司中端酒店品牌拓展迅速，中端酒店占比从17年的14%提升至19年的28%，中端酒店数快速扩张带动公司近年来收入及净利润稳步增长，尤其是19年行业调整阶段仍然保持了稳健的增速，实属不易。

图 31：铂涛酒店收入及归母净利润增长稳健



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 32：铂涛中端酒店品牌门店数快速扩张（单位：家）



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

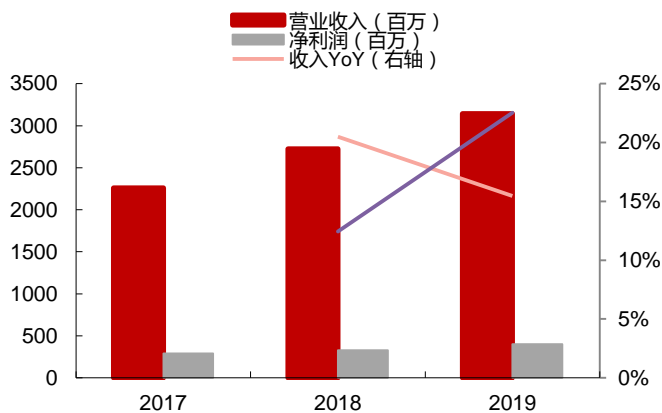
维也纳：中端酒店标杆，市场拓展“铁军”持续攻城略地

维也纳目前已经成为全国中端酒店品牌标杆，自2016年并入锦江旗下以来，保持了其原有的狼性文化，加盟商拓展方面持续攻城略地，酒店数量从2016年的464家增长至2019年的1739家，旗下“维也纳国际”、“维也纳酒店”成为主力拓展品牌，由于旗下品牌均为中端品牌，公

司中端酒店规模位列行业第一。维也纳快速发展得益于内在的狼性文化基因，依托区良好的品牌形象和产品模型，市场拓展方面采取“内部赛马”机制，建立了一只市场开拓方面的“铁军”。而在团队激励方面也采取了更高的奖励机制，加盟费提成比例高达 25-30%，此外还有部分设计费的提成，优于其他竞品。尽管鼓励开发团队积极开拓市场，但是在筛选加盟商时也做到了标准化要求，通过细致量化的方式确定最低标准，确保加盟商合格。

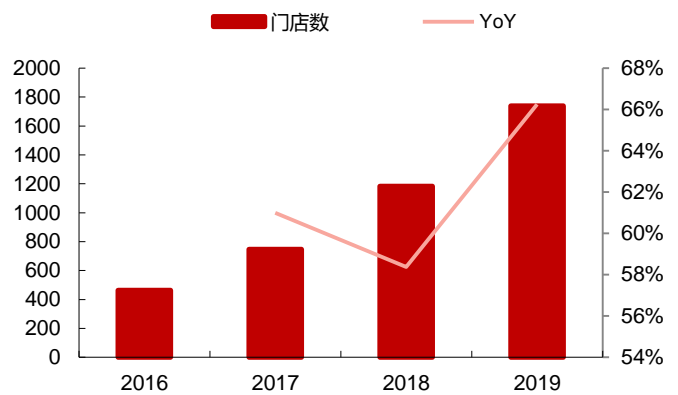
除了自身快速发展之外，集团对维也纳也委以了境外品牌落地本土的重任，分别将卢浮旗下的康铂、郁金香和凯利亚德三大品牌授权给维也纳开发，看重的就是维也纳成熟高效的开发运营体系，目前卡利亚德开拓顺利，意向加盟商已经多达数百家，正式开业门店数也已超过 100 家。同时，公司于 19 年下半年在上海成立总部，目的是为了更方便国际品牌的全方位拓展，我们预期康铂、郁金香未来 2-3 年在国内市场的布局有望提速。

图 33：维也纳酒店收入及归母净利润保持较快增速



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 34：维也纳酒店门店数持续快速增长(单位：家，%)

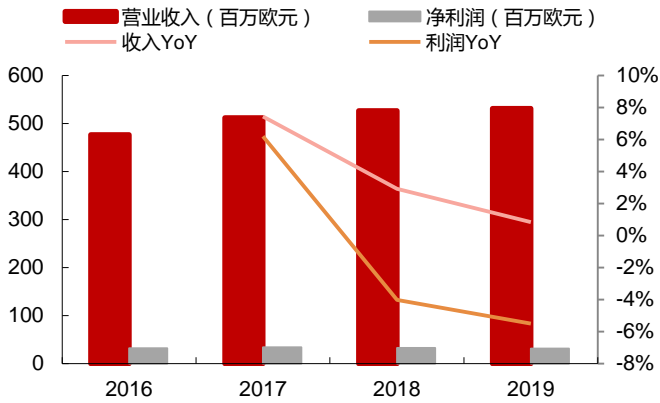


资料来源：公司财报，西部证券研发中心

卢浮：中高端优势品牌突出，蓄势中高端酒店市场

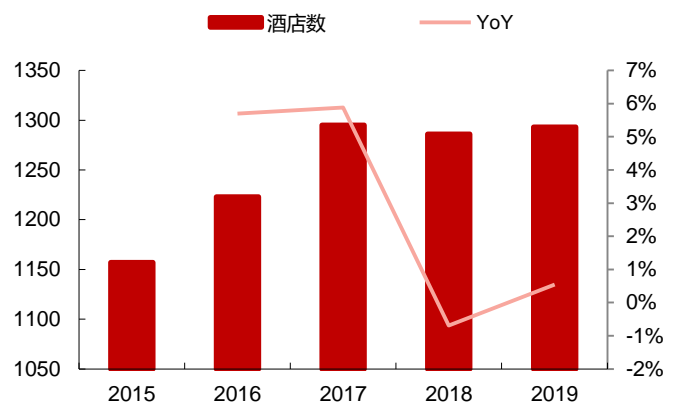
卢浮酒店集团成立于 1962 年，为欧洲第二大酒店集团，门店主要分布于法国地区，截止到 2019 年底，旗下开业酒店合计 1293 家，由于欧洲酒店行业整体步入成熟期，所以未来卢浮发展的重心主要聚焦于海外新兴市场，2017 年卢浮收购印度最大独立酒店连锁集团 Sarovar，而在中国市场，主要将卢浮旗下优质的中高端（类 4 星级）酒店品牌引入中国，进一步丰富锦江旗下中高端酒店产品矩阵。目前公司已将旗下郁金香、康铂、凯利亚德的中国内地市场开拓交由维也纳负责，为下一步布局中高端酒店市场蓄力。

图 35：卢浮酒店营收及净利润相对平稳



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 36：卢浮集团酒店数保持平稳（单位：家）

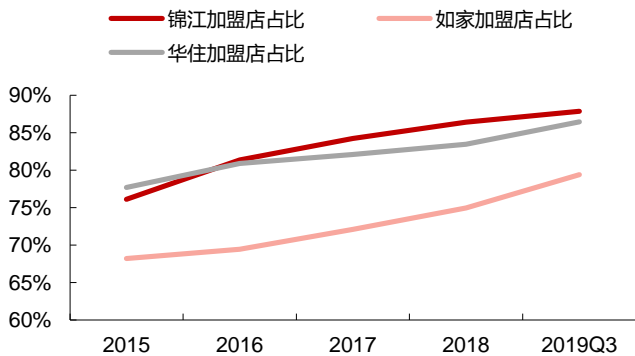


资料来源：公司财报，西部证券研发中心

3.2 加盟扩张有利于业绩稳健增长，对抗周期

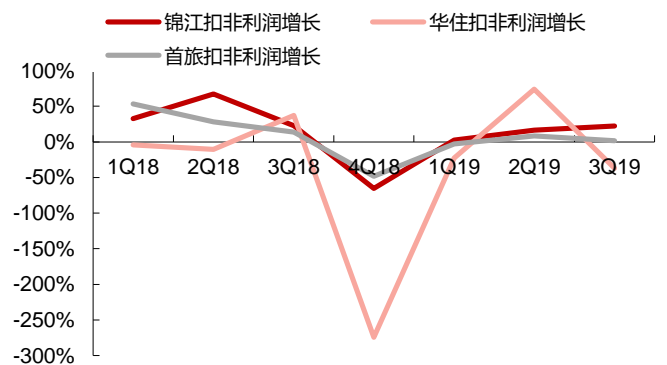
自 18Q4 以来的本轮酒店行业调整，锦江酒店表现为更强的抗周期性，主要受益于其加盟连锁化率更高，高达 88%，高于华住的 86%和首旅如家的 79%。考虑到加盟酒店主要以收取加盟费为主，理论上收入与 RevPAR 波动基本趋于一致，经营杠杆率为 1，所以在行业景气度下行周期中，连锁加盟率越高的酒店品牌利润波动越小（直营门店由于较高的经营杠杆，利润下滑幅度远超收入端），表现出更强的抗风险能力。而公司于 20 年 1 月份进一步公告，将对自持物业的西安、郑州两家锦江之星 100%股权以 REITs 的形式转让，不但可以优化公司现金流（收到购买现金 1.35 亿元，产生税前投资收益约 6700 万元年），还可以进一步加快轻资产发展战略，实现更好收益。

图 37：锦江系加盟连锁化率高于竞品



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 38：19 年锦江经营业绩表现更强的抗周期能力



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

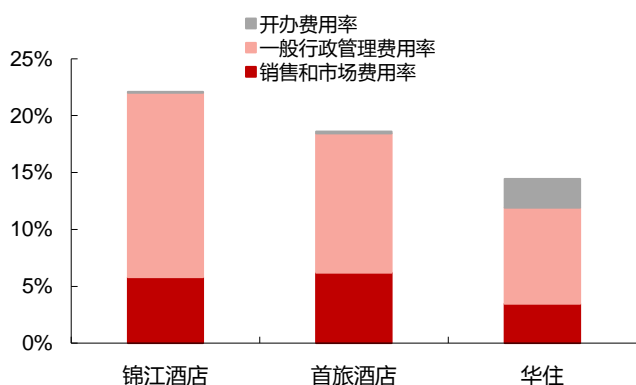
目前公司新开店持续提速，19 年毛开店 1617 家，远超年初制定的 1000 家的开店计划。而截止到 19 年底，公司 pipeline 数达 4544 家，远超竞争对手，反映出强大的市场开拓能力，也为今年保持快速展店奠定基础。

3.3 19年下半年 “一个中心，三个平台” 整合加速，费用率改善有望提速

公司完成一系列收购后，为了配套品牌和后台系统的整合，2017 年提出“一个中心，三大平台”战略，即全球酒店创新中心，WeHotel 平台（预订平台）、全球财务共享平台和全球采购平台。近年来公司陆续完成各个品牌的后台整合工作，17-18 年完成卢浮、铂涛采购及会员体系的对接，19 年下半年随着人事调整的完成，维也纳的会员以及采购系统也实现内部打通，我们预计 20-21 年“一中心、三平台”战略将有望实现进一步加速推进。核心变化在于：（1）随着维也纳管理层的变更完成，推动整合加速；（2）前期蓄力准备，目前已经进入实质落地阶段，比如采购平台，目前已经完成雏形的搭建，虽然整合工作相对复杂，但长期来看有利于平台旗下全品牌酒店效率的提升，为所有加盟商赋能。

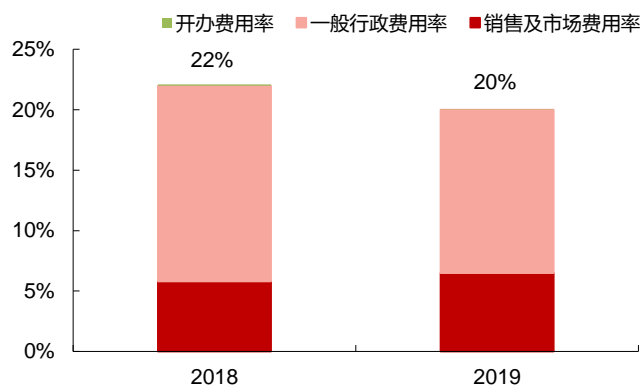
我们预计整合加速推进的成果将有望在 20-21 年集中体现。此前，市场认为国企属性下的锦江酒店经营效率偏低，相较于华住酒店、首旅如家，锦江酒店在管理费用率和费用率方面明显偏高。2018 年公司销售+管理+开办费用率较华住、首旅分别高出 7.59pct 和 3.44pct，而 2019 年随着后台系统的整合推进，公司在费用率端出现改善迹象，2019 年公司销售费用率、管理费用率合计同比下滑 1.1pct，我们预计未来 2-3 年利润端业绩有望进一步释放。我们假设未来两年锦江酒店经营费用率能够达到首旅酒店水平，则静态条件下可以增厚利润 3.7 亿元，增幅达 30%，若进一步对标华住，则增幅更高。

图 39：锦江酒店费用率水平显著高于竞品（2018 年）



资料来源：公司财报，西部证券研发中心，注：华住开办费用率较高可能系费用确认科目和口径的差异

图 40：19 年锦江酒店费用率出现一定改善



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

四、盈利预测及投资建议

4.1 关键假设

- (1) 酒店业务加盟扩张方面：假设公司国内连锁酒店数 20-22 年保持持续扩张态势，20 年受疫情影响略有放缓，净增加分别为 792/1080/1120 家，其中，直营酒店净增加-8/0/0 家，加盟酒店净增加 800/1080/1120 家。境外酒店经营保持平稳态势，预计 20-22 年酒店净增加数分别为 0/4/6 家。
- (2) 酒店 RevPAR 方面：国内酒店，19 年受宏观环境影响 RevPAR 下滑探底，而 20 年受疫情影响预计出现显著下滑，21 年在低基数以及行业供给端改善的驱动下，行业 RevPAR 将出现显著反弹。具体来看，预计 19-21 年国内经济型酒店 RevPAR 同比增长分别为 -17.6%/26.4%/0.5%，中高端酒店 RevPAR 同比增长分别为-14.4%/22.1%/0.8%。而境外酒店方面，预计 19-21 年直营酒店 RevPAR 同比增长分别为-10%/15%/0.5%，特许经营酒店 RevPAR 同比增长分别为-10%/15%/0.2%。
- (3) 费用率方面：我们预计 19-21 年是公司酒店业务持续整合优化的关键时期，将有望带动费用率的持续改善，虽然 20 年受疫情扰动短期费用率或出现波动，但预计 21 年随着经营的正常化整体费用率将出现改善。综上，我们预计 20-22 年公司管理费用率分别为 28.5%/25.8%/25.5%，销售费用率分别为 52.4%/49.5%/49.1%。
- (4) 餐饮业务方面：目前公司餐饮业务利润主要由参股的 4 家肯德基地方公司贡献（上海、无锡、杭州、苏州，利润贡献主要来自参股公司投资收益），我们预计 4 家参股公司业务将保持稳定增长，20 年受疫情影响相对可控，预计 19-21 年贡献的投资收益分别为 207/197/216 百万元。

表 4：酒店业务收入拆分

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
国内酒店收入	10750	9656	13019	14282
YoY	4%	-10%	35%	10%
经济型酒店				
酒店数（家）	3946	3898	3898	3898
YoY	-1%	-1%	0%	0%
RevPAR	116.4	95.8	121.1	121.7
YoY	-6%	-18%	26%	0%
中端酒店				
酒店数（家）	3,287	4,127	5,207	6,327
YoY	51%	26%	26%	22%
RevPAR	202.7	173.5	211.9	213.5
YoY	-6%	-14%	22%	1%
国外酒店收入	4103	3657	4172	4233
YoY	0%	-11%	14%	1%
直营酒店				
酒店数（家）	291	291	295	300

	YoY	1%	0%	1%	2%
RevPAR		39.9	35.9	41.3	41.5
	YoY	0%	-10%	15%	0%
加盟酒店					
酒店数(家)		989	989	989	990
	YoY	-2%	0%	0%	0%
RevPAR		36.9	33.2	38.2	38.3
	YoY	2%	-10%	15%	0%
收入合计		14853	13313	17191	18515
	YoY	3%	-10%	29%	8%
毛利率		90.5%	88.5%	90.0%	90.0%

资料来源: wind, 西部证券研发中心

表 5: 公司归母净利润拆分

单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
境内酒店	836	163	1002	1192
YoY	38%	-81%	515%	19%
境外酒店	202	112	191	193
YoY	-25%	-45%	71%	1%
餐饮业务	182	171	192	201
YoY	1%	-6%	12%	5%
其他(非经常损益)	-128	7	9	40
YoY	-572%	-105%	25%	369%
合计	1092	452	1393	1627
YoY	1%	-59%	208%	17%

资料来源: wind, 西部证券研发中心

4.2 估值

我们预计公司 20-22 年收入分别为 135/174/188 亿元, 同比增长-10.4%/28.9%/7.7%; 归母净利润分别为 4.5/13.9/16.3 亿元, 同比增长-58.6%/207.9%/16.8%; EPS 分别为 0.47/1.45/ 1.70 元, 对应最新 PE 分别为 51/17/14 倍。

我们结合相对估值和绝对估值法(具体参照下文), 给予公司合理目标价 34.8 元, 对应 20、21 年 PE 分为 74/24 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

4.2.1 相对估值

目前可比公司 21 年平均估值水平为 15 倍, 短期受疫情负面影响行业整体估值下调较多, 我们认为疫情仅影响酒店行业短期经营, 但不改长期向好趋势。根据我们的盈利预测, 预计公司 21 年归母净利润 13.93 亿元, 而 19 年扣非归母净利润为 8.9 亿元, 即 19-21 年主业扣非利润复合增速达 24%, 我们认为给予公司 21 年 24 倍 PE 相对合理, 对应目标价为 34.8 元。

表 6: 可比公司估值 (截止 2020 年 3 月 27 日)

证券代码	证券简称	收盘价 (人民币,元)	股本 (亿股)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
酒店行业										
600258.SH	首旅酒店	14.86	9.88	147	0.86	1.00	1.14	17.2	14.9	13.1
HTHT.O	华住	201.60	2.94	593	5.64	7.28	9.75	35.7	27.7	20.7
GNG.N	格林酒店	74.97	1.02	76	4.62	4.57	6.22	16.2	16.4	12.1
1158.HK	开元酒店	12.29	2.80	34	0.76	0.93	1.06	16.2	13.2	11.6
平均								22.5x	19.2x	14.9x
600754.SH	锦江酒店	25.25	9.58	396	1.14	0.52	1.46	22.1	48.4	17.3

资料来源: wind, 西部证券研发中心, 可比公司 EPS 采用 wind 一致性预期

4.2.2 绝对估值

我们采用 DCF 绝对估值方法, 推导合理股价为 36.8 元, 核心假设为:

- (1) WACC=7.3%;
- (2) 第二阶段(7年)年均增速 8%, 考虑到我国酒店行业集中度中长期存在较大提升空间, 我们预计酒店龙头有望持续保持较高增速。
- (3) 10年后永续增长率为 2%。

图 41: DCF 估值核心假设及结论 (单位: 百万)

FCFF 估值模型					
测算年度	2020				
Assum					
贝塔β	1.02	股权资本成本Ke	9.1%	适用税率	25.0%
无风险利率	2.8%	债务成本Kd	2.9%		
市场预期收益率	9.0%	债务比率D/(D+E)	30%	调整WACC值	7.2568%
第一阶段					
	2020E	2021E	2022E		
EBIT	782	2,235	2,556		
息税后利润NOPLA	587	1,676	1,917		
折旧与摊销	813	843	880		
营业现金毛流量	1,400	2,519	2,797		
营运资本变动	-244	-564	-354		
资本支出	846	1,090	1,173		
减值准备	-33	-33	-33		
FCF	766	1,961	1,945		
APV	714	1,704	1,576		
第二阶段					
期初FCF	1,945	中期年限	7		
FCF增长率	8%				
永续阶段					
期初FCF	3,333				
FCF增长率	2%				
企业价值	50,590				
债务价值	15,350				
股权价值	35,240				
发行在外股份数	958				
每股价值	36.79				

第一阶段	
SubTotal PV	3,995
第二阶段	
SubTotal PV	12,167
永续阶段	
SubTotal PV	34,429

资料来源: wind, 西部证券研发中心

表 7: DCF 估值敏感性分析

		WACC						
		4.3%	5.3%	6.3%	7.3%	8.3%	9.3%	10.3%
永续增长率	-1.0%	48.54	37.28	29.17	23.06	18.30	14.49	11.38
	0.0%	59.68	44.30	33.88	26.37	20.71	16.29	12.76
	1.0%	77.66	54.62	40.39	30.75	23.79	18.54	14.44
	2.0%	111.58	71.28	49.96	36.79	27.85	21.40	16.52
	3.0%	199.47	102.70	65.41	45.67	33.46	25.17	19.18
	4.0%	971.85	184.13	94.54	60.00	41.70	30.38	22.69
	5.0%	-334.30	899.72	170.03	87.03	55.01	38.04	27.53

资料来源: wind, 西部证券研发中心

五、风险提示

（1）疫情影响超预期

酒店行业受疫情影响较为显著，根据中国酒店业协会相关数据，2月份国内酒店 RevPAR 同比下滑超 60%。本文中我们假设国内疫情在 Q2 将得到有效控制，20 年下半年酒店业将有望迎来复苏。如果本次疫情持续周期显著长于我们预期，将对 20 年公司业绩造成更大不利影响。

（2）宏观经济下行压力超预期

酒店业供给端受宏观经济影响显著，我们认为疫情倒逼情况下，国家有望出台相应逆周期财政及货币政策对冲经济下行影响，酒店业 RevPAR 有望呈现前低后高趋势。但如果国内宏观经济受外围影响出现较大下行压力时，酒店业 RevPAR 表现或将不及我们预期。

（3）公司后端整合效率提升不及预期

我们认为公司随着维也纳、铂涛酒店管理层调整结束后，有望推动“一中心三平台”战略加速，由此推动公司后端费用率优化。但如果未来整合进程缓慢的话，将使得公司 21 年业绩增长不及我们预期。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	7,355	5,920	5,867	6,901	7,919	营业收入	14,697	15,099	13,536	17,447	18,783
应收款项	1,488	1,639	1,470	1,894	2,039	营业成本	1,528	1,527	1,631	1,842	1,980
存货净额	85	94	109	119	129	营业税金及附加	172	164	147	189	204
其他流动资产	628	633	593	692	726	销售费用	7,538	7,689	7,110	8,699	9,287
流动资产合计	9,835	8,496	8,284	9,876	11,103	管理费用	4,065	4,077	3,865	4,565	4,841
固定资产及在建工程	7,174	6,936	7,203	7,683	8,207	财务费用	372	339	304	262	282
长期股权投资	405	502	502	502	502	其他费用/(-收入)	444	392	247	299	377
无形资产	7,334	7,261	7,191	7,123	7,057	营业利润	1,550	1,763	742	2,189	2,567
其他非流动资产	15,385	15,679	15,679	15,679	15,679	营业外净收支	14	(4)	(4)	(4)	(4)
非流动资产合计	30,297	30,378	30,575	30,987	31,445	利润总额	1,564	1,759	737	2,185	2,563
资产总计	40,133	38,874	38,859	40,863	42,548	所得税费用	336	480	227	654	757
短期借款	2,027	2,007	2,337	2,560	2,759	净利润	1,228	1,279	535	1,613	1,888
应付款项	948	998	895	1,154	1,242	少数股东损益	145	187	42	222	263
其他流动负债	3,354	3,375	3,199	3,815	4,070	归属于母公司净利润	1,082	1,092	452	1,393	1,627
流动负债合计	8,050	7,614	7,177	7,787	7,842						
长期借款及应付债券	15,508	14,116	14,116	14,116	14,116	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
其他长期负债	2,777	2,788	2,788	2,788	2,788	盈利能力					
长期负债合计	18,284	16,905	16,905	16,905	16,905	ROE	7.8%	7.6%	3.1%	8.6%	9.1%
负债合计	26,334	24,518	24,081	24,692	24,747	毛利率	89.6%	89.9%	87.9%	89.4%	89.5%
股本	958	958	958	958	958	营业利润率	10.5%	11.7%	5.5%	12.5%	13.7%
股东权益	13,798	14,356	14,778	16,171	17,801	销售净利率	7.4%	7.2%	3.3%	8.0%	8.7%
负债和股东权益总计	40,133	38,874	38,859	40,863	42,548	成长能力					
						营业收入增长率	8.2%	2.7%	-10.4%	28.9%	7.7%
						营业利润增长率	21.5%	13.8%	-57.9%	195.2%	17.2%
						净利润增长率	22.8%	0.9%	-58.6%	207.9%	16.8%
						偿债能力					
						资产负债率	66%	63%	62%	60%	58%
						流动比	1.2	1.1	1.2	1.3	1.4
						速动比	1.2	1.1	1.1	1.3	1.4
						每股指标与估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
						每股指标					
						EPS	1.13	1.14	0.47	1.45	1.70
						BVPS	13.18	13.84	14.23	15.46	16.88
						估值					
						P/E	21.3	21.1	51.0	16.6	14.2
						P/B	1.8	1.7	1.7	1.6	1.4
						P/S	1.6	1.5	1.7	1.3	1.2

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性:	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出:	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址: 上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队:

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
雷蕾	上海	资深机构销售	13651793671	leilei@research.xbmail.com.cn
李思	上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
滕晗屹	上海	机构销售	18842625047	tenghanyi@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	18662826262	qiandan@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售助理	18717752139	weillili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售助理	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售助理	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
范一洲	上海	机构销售助理	16621081020	fanyizhou@research.xbmail.com.cn
阎越	上海	机构销售助理	19121348206	yanyue@@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
张帆	深圳	机构销售	17621641300	zhangfan@research.xbmail.com.cn
邓洁	深圳	机构销售助理	18899778604	dengjie@research.xbmail.com.cn
孙曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezhu@research.xbmail.com.cn
李文	广州	机构销售	18928938378	liwen@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
王晓驰	北京	高级机构销售	18519059616	wangxiaochi@research.xbmail.com.cn
袁盼锋	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
刘文清	北京	机构销售助理	13262708812	liuwenqing@research.xbmail.com.cn
滕飞	北京	机构销售助理	15010106246	tengfei@research.xbmail.com.cn
魏彤	北京	机构销售助理	13120078585	weitong@research.xbmail.com.cn

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。