

公司研究

上半年利润转正，海外业务拖累整体业绩

——锦江酒店（600754.SH）2021年半年报点评

要点

事件：2021上半年公司实现营收 52.63 亿，同比增长 28.67%，实现归属上市公司股东净利润 464.84 万元/同比-98.37%，扣非后归母净利润-1.33 亿（去年同期-3.78 亿），扣非后归母净利润为负主要因境外酒店拖累，营收净利差异主要是上年同期出售子公司股权等所致。报告期内，公司合并营业收入比上年同期增长，主要是公司旗下境内有限服务型酒店运营情况因境内疫情有效防控而逐步改善和恢复所致。其中 Q2 营收 29.63 亿/同比上涨 55.87%，归母净利 1.87 亿，扣非后归母净利 0.28 亿/同比+110%。

2021 上半年整体毛利率为 29.49%，同比+16.34pct，销售费用率为 6.55%，同比-0.77pct；管理费用率 21.15%，同比-2.57pct；财务费用率 5.66%，同比+2pct。
Revpar 境内酒店 Q2 基本恢复，海外疫情影响整体业绩：境内酒店 2021 年 Q2 平均房价为 220.21 元，同比上升 21.91%，出租率为 72.35%，同比上升 14.3pct，RevPAR 为 159.32 元/间，同比上升 51.94%，其中中端酒店平均房价/出租率/RevPAR 分别同比+18.37%/+11.26pct/+39.21%，经济型酒店平均房价/出租率/RevPAR 分别同比+25.23%/+16.97pct/+67.01%；随着疫情有效防控，2021Q2 中国境内中端酒店 RevPAR 已恢复至 2019 年同期的 92.39%，中国境内经济型酒店 RevPAR 已恢复至 2019 年同期的 92.09%，中国境内整体平均 RevPAR 已恢复至 2019 年同期的 99.55%。

受欧洲新冠肺炎疫情的影响，境外酒店上半年 Revpar 为 18.52 欧元/间，同比-2.99%，Q2 整体 RevPAR 为 19.38 欧元/间，同比+112.5%。境外酒店整体上半年实现收入 1.08 亿欧元，同比下降 7.95%，归母净利-0.44 亿欧元。

公司食品及餐饮业务实现合并营业收入 1.22 亿元，同比上涨 17.12%，归属于食品及餐饮业务分部净利 1.74 亿，同比增长 24.59%，主要因为是公司旗下食品及餐饮业务经营情况因境内疫情有效防控而逐步改善和恢复。

持续扩张，关注捕捉客群需求和升级产品品质：2021 下半年，受新冠肺炎疫情持续影响，公司经营情况仍存在发生较大幅度变动的可能性。而在市场环境变化下对市场动态及客群需求的有效捕捉和产品的提质升级，也是在疫情大环境下实现迅速回弹的主要动力。锦江酒店 2021 年上半年新开酒店 781 家，净增 419 家，相比 2020 年上半年（新开 651 家，净增开业 305 家）新开门店显现提升态势。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。

盈利预测、估值与评级：受疫情对国内外业务影响，我们分别下调 21-23 年 EPS 67%/16%/14%至 0.30/1.12 元/1.46 元，对应 21-23 年 PE 为 149/41/31 倍，下调为“增持”评级。

风险提示：商誉减值风险；国改进度不及预期；加盟扩张低于预期；疫情减缓不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	15,099	9,898	13,664	16,025	17,247
营业收入增长率	2.73%	-34.45%	38.06%	17.28%	7.62%
净利润（百万元）	1,092	110	326	1,201	1,566
净利润增长率	0.93%	-89.91%	195.86%	268.41%	30.39%
EPS（元）	1.14	0.12	0.30	1.12	1.46
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.24%	0.87%	2.51%	8.57%	10.40%
P/E	40	396	149	41	31
P/B	3.3	3.4	3.8	3.5	3.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-30

增持（下调）

当前价：45.51 元

作者

分析师：李泽楠

执业证书编号：S0930520030001

021-52523875

lzn@ebcn.com

分析师：朱悦

执业证书编号：S0930520010001

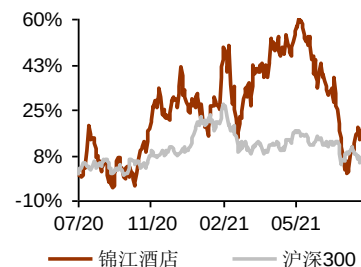
021-52523798

zhuyue@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	10.70
总市值(亿元):	486.98
一年最低/最高(元):	37.00/66.19
近 3 月换手率:	30.85%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	12.33	-17.64	9.46
绝对	12.37	-27.29	9.51

资料来源：Wind

相关研报

海外影响业绩承压，整合+扩张助力公司长期增长——锦江酒店（600754.SH）2020 年年报点评（2021-04-01）

Q4 大陆境内市场持续复苏，危机中抓住机遇加速扩张——锦江酒店（600754.SH）2020 年业绩预减公告点评（2021-01-31）

中端、海外酒店环比改善显著，国企改革注入发展动力——锦江酒店（600754.SH）2020 年三季报点评（2020-11-01）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	15,099	9,898	13,664	16,025	17,247
营业成本	1,527	7,350	9702	9,296	9,961
折旧和摊销	834	777	149	155	161
税金及附加	164	115	164	192	207
销售费用	7,689	675	918	982	1,051
管理费用	4,077	2,296	3,143	3,686	3,967
研发费用	28	26	36	42	45
财务费用	339	359	389	374	353
投资收益	242	814	140	240	500
营业利润	1,763	278	617	1,784	2,271
利润总额	1,759	304	608	1,775	2,262
所得税	480	64	152	444	565
净利润	1,279	240	456	1,331	1,696
少数股东损益	187	130	130	130	130
归属母公司净利润	1,092	110	326	1,201	1,566
EPS(元)	1.14	0.12	0.30	1.12	1.46

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,638	152	957	3,310	1,621
净利润	1,092	110	326	1,201	1,566
折旧摊销	834	777	149	155	161
净营运资金增加	156	-780	2,928	-1,572	151
其他	555	44	-2,445	3,526	-257
投资活动产生现金流	-886	939	-60	15	300
净资本支出	-1,033	-688	-200	-200	-200
长期投资变化	502	657	0	0	0
其他资产变化	-355	970	141	215	500
融资活动现金流	-3,195	-220	-1,463	-537	-888
股本变化	0	0	112	0	0
债务净变化	-1,879	1,101	-1,016	0	0
无息负债变化	62	-689	-1,979	2,476	344
净现金流	-1,441	875	-565	2,788	1,033

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	89.9%	25.7%	32.0%	42.0%	42.2%
EBITDA 率	20.7%	12.8%	7.9%	13.0%	13.3%
EBIT 率	11.5%	-0.4%	6.8%	12.1%	12.4%
税前净利润率	11.7%	3.1%	7.5%	11.1%	13.1%
归母净利润率	7.2%	1.1%	4.6%	7.5%	9.1%
ROA	3.3%	0.6%	2.1%	3.3%	4.1%
ROE (摊薄)	8.2%	0.9%	4.8%	8.5%	10.3%
经营性 ROIC	5.0%	-0.1%	2.8%	6.0%	6.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	63%	65%	60%	61%	60%
流动比率	1.12	1.20	1.84	1.64	1.73
速动比率	1.10	1.20	1.81	1.62	1.71
归母权益/有息债务	0.86	0.77	0.84	0.91	0.98
有形资产/有息债务	1.13	1.03	1.13	1.37	1.48

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	38,874	38,637	36,042	39,689	41,197
货币资金	5,920	6,793	6,228	9,016	10,049
交易性金融资产	252	254	254	254	254
应收帐款	1,157	1,076	1,107	1,298	1,397
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	511	630	438	510	548
存货	94	73	112	112	120
其他流动资产	352	372	466	525	556
流动资产合计	8,496	9,418	8,859	11,961	13,183
其他权益工具	53	47	47	47	47
长期股权投资	502	657	657	657	657
固定资产	6,432	5,863	6,048	6,222	6,385
在建工程	505	459	449	442	437
无形资产	7,261	7,212	7,068	6,926	6,788
商誉	11,380	11,503	11,503	11,503	11,503
其他非流动资产	101	122	122	122	122
非流动资产合计	30,378	29,218	27,182	27,729	28,014
总负债	24,518	24,931	21,935	24,411	24,755
短期借款	19	1,016	0	0	0
应付账款	2,007	1,787	929	2,324	2,490
应付票据	0	0	93	93	100
预收账款	998	5	683	801	862
其他流动负债	-52	-51	-51	-51	-51
流动负债合计	7,614	7,817	4,760	7,298	7,641
长期借款	14,116	14,540	14,540	14,540	14,540
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	292	328	328	328	328
非流动负债合计	16,905	17,114	17,114	17,114	17,114
股东权益	14,356	13,706	14,107	15,278	16,442
股本	958	958	1,070	1,070	1,070
公积金	8,525	8,525	8,413	8,413	8,413
未分配利润	3,748	3,237	3,507	4,549	5,583
归属母公司权益	13,255	12,710	12,980	14,022	15,056
少数股东权益	1,101	997	1,127	1,257	1,387

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	50.92%	6.82%	6.72%	6.13%	6.09%
管理费用率	27.00%	23.20%	23.00%	23.00%	23.00%
财务费用率	2.25%	3.63%	2.85%	2.33%	2.04%
研发费用率	0.18%	0.26%	0.26%	0.26%	0.26%
所得税率	27%	21%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.60	0.06	0.15	0.50	0.63
每股经营现金流	2.75	0.16	0.89	3.09	1.52
每股净资产	13.84	13.27	12.13	13.10	14.07
每股销售收入	15.76	10.33	12.77	14.98	16.12

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	40	396	149	41	31
PB	3.3	3.4	3.8	3.5	3.2
EV/EBITDA	22.6	77.0	57.5	29.0	26.1
股息率	1.3%	0.1%	0.5%	1.1%	1.4%

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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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所载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见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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE

原点资产