

境内业务复苏加速，门店结构持续优化

投资要点

- **事件：**公司发布2021年半年报，2021H1实现营收52.6亿元（+28.7%），归母净利润0.05亿元（-98.4%），扣非后净利润-1.3亿元（+64.9%）。其中Q2实现营收29.6亿元（+55.9%），归母净利润1.9亿元（+63.3%），扣非后净利润0.3亿元（+109.9%）。分地区看，2021H1公司境内实现营收43.1亿元（+40.0%），境外实现营收8.34亿元（-8.4%），分别占总营收比重为83.8%、16.2%。
- **二季度盈利回暖，现金流优化。**21H1公司整体毛利率为30.7%（+16.3pp），其中酒店部分毛利率为31.1%（+16.7pp），21Q2实现毛利率25.2%（+34.9pp）。费用率方面，21H1公司销售费用率为6.6%（-0.8pp），管理费用率21.1%（-2.6pp），研发费用率为0.2%，财务费用率为5.7%（+2.0pp），财务费用率提升主要由非公开发行A股股票及执行新租赁准则所致。21H1净利率为2.1%（-5.2%），扣非后净利率为-2.5%（+6.7pp），其中21Q2净利率扭亏为盈，达8.6%（+1.0pp），环比提升14.9pp。2021年二季度末，公司经营活动现金流量净额为6.50亿元，同比增长147.8%，现金流情况大幅优化，境内酒店经营状况明显恢复。
- **境内业务如期恢复，境外复苏较慢。**境内酒店方面，2021H1，公司ADR为210.7元（+12.5%），相较2019年同期增长1.6%，表现亮眼。其中，中端酒店ADR为244.6元（+10.0%），相较2019年同期恢复率为93.8%；经济型酒店ADR为150.8元（+10.3%），相较2019年同期恢复率为94.8%。入住率方面，公司平均入住率为65.8%（+19.3pp），其中中端酒店入住率为69.5%（+17.5pp），经济型酒店入住率为60.2%（+19.9pp），相较于2019年的恢复率在90%上下。公司RevPAR为138.6元（+59.1%），较2019年同期恢复91.1%，中端酒店RevPAR为169.9元（+47.0%），较2019年同期恢复85.1%，经济型酒店RevPAR为90.7元（+64.6%），较2019年恢复80.8%。公司经营恢复情况与疫情防控强度及休闲差旅需求释放紧密相关，2021年4、5月份RevPAR超过2019年同期水平，但新一轮疫情反复拖累上半年总体表现。境外酒店方面恢复速度较慢，2020H1酒店ADR为50.0欧元（-8.8%），OCC为37.0%（+2.1pp），RevPAR为18.5欧元（-3.0%），相较于2019年同期，ADR/OCC/RevPAR分别-11.6%/-26.6pp/-48.5%，境外业务仍受疫情影响较大。
- **门店加速拓展，规模稳居国内第一。**截止2021年二季度末，公司共有在营酒店9825家，酒店数量在国内排名第一。目前酒店结构中，经济型、中端酒店数量分别为4957家、4868家，若按客房量计算分别占比42.0%（-5.3%）和58.0%（+5.3%），中端酒店数量占比提升迅速，战略重心越发凸显。2021上半年，净增酒店数量达419家，其中中端酒店净开业446家，经济型酒店净关闭27家；加盟店增加438家，直营店减少19家，加盟比例进一步上升。截止2021年二季度末，锦江已签约门店数量达15029家，覆盖境内境外各个地区，公司未来增长值得期待。
- **盈利预测与投资建议。**预计2021-2023年EPS分别为0.34元、1.33元、2.09元，对应PE分别为134倍、34倍、22倍，维持“持有”评级。
- **风险提示：**国内外疫情反复的风险；展店计划不及预期的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	9897.56	13377.82	17424.96	19404.41
增长率	-34.45%	35.16%	30.25%	11.36%
归属母公司净利润（百万元）	110.21	365.58	1423.70	2236.21
增长率	-89.91%	231.71%	289.43%	57.07%
每股收益EPS（元）	0.10	0.34	1.33	2.09
净资产收益率ROE	1.75%	3.86%	3.86%	18.99%
PE	444	134	34	22
PB	3.85	3.72	3.41	3.09

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣
 执业证号：S1250517080002
 电话：023-67511807
 邮箱：cxin@swsc.com.cn
 联系人：赵兰亭
 电话：023-67511807
 邮箱：zhl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.70
流通A股(亿股)	8.02
52周内股价区间(元)	37.93-64.0
总市值(亿元)	489.33
总资产(亿元)	509.02
每股净资产(元)	15.53

相关研究

1. 锦江酒店(600754):境内酒店业务复苏,加速开店扩张 (2021-04-30)
2. 锦江酒店(600754):境内RevPAR加速回升,海外业务仍存压力 (2021-04-02)
3. 锦江酒店(600754):境内经营逐步恢复,海外业务仍存压力 (2021-02-05)

关键假设：

假设 1：疫情影响下境外关店数量增加，拖累整体业绩表现。2021H1 净开店数量 419 家，其中境内酒店净增加 425 家，境外酒店净减少 6 家，在营酒店运营状况恢复缓慢。2021H1，境外业务 RevPAR 较 2019 年同期下降 48.5%，营收同比下降 8.4%，归母净利润录得-0.44 亿欧元。21 上半年海外业务业绩低于此前预期，因此我们对公司 21 年海外业务营收增速预测进行调整，我们预测 21-23 年锦江海外业务增速分别为-8%、32.0%、7.0%。

假设 2：由于调低收入增速预期，营销投入和人员薪酬开支等方面较为刚性，海外业务方面销售费用率与管理费用率较此前预期有所提升，我们预测 21-23 年公司销售费用率分别为 6.6%、4.5%、3.5%，管理费用率分别为 21.5%、17.0%、14.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入成本预测

百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
合计					
营业收入	15,099.1	9,897.6	13,377.8	17,425.0	19,404.4
yoy	2.7%	-34.4%	35.2%	30.3%	11.4%
营业成本	1,526.8	7,350.0	9132.1	10874.6	11541.0
毛利率	89.9%	25.7%	31.7%	37.6%	40.5%
国内业务					
营业收入	11002.5	8060.5	11687.7	15194.0	17017.3
yoy	3.8%	-26.7%	45.0%	30.0%	12.0%
毛利率	88.9%	27.3%	33.0%	39.0%	42.0%
营业成本	1216.9	5862.95	7830.8	9268.4	9870.1
海外业务					
收入	4096.6	1837.1	1690.1	2230.9	2387.1
yoy	-0.1%	-55.2%	-8.0%	32.0%	7.0%
毛利率	92.4%	19.1%	23.0%	28.0%	30.0%
营业成本	310	1487.0	1301.4	1606.3	1671.0

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	9897.56	13377.82	17424.96	19404.41	净利润	239.90	552.78	2273.68	3665.31
营业成本	7349.97	9132.15	10874.63	11541.01	折旧与摊销	1303.45	2374.47	2391.27	2399.67
营业税金及附加	114.68	152.02	197.82	133.89	财务费用	359.23	512.58	506.34	504.74
销售费用	675.13	882.94	784.12	679.15	资产减值损失	-70.46	0.00	0.00	0.00
管理费用	2296.34	2876.23	2962.24	2716.62	经营营运资本变动	-231.41	7330.79	350.04	-251.79
财务费用	359.23	512.58	506.34	504.74	其他	-1449.07	-793.21	-538.31	-449.05
资产减值损失	-70.46	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	151.64	9977.42	4983.02	5868.87
投资收益	814.00	760.00	500.00	400.00	资本支出	326.78	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	69.56	33.42	40.10	48.12	其他	612.47	793.42	540.10	448.12
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	939.26	783.42	530.10	438.12
营业利润	277.67	615.33	2639.92	4277.13	短期借款	997.44	-1016.09	0.00	0.00
其他非经营损益	25.92	35.00	35.00	35.00	长期借款	423.66	0.00	0.00	0.00
利润总额	303.59	650.33	2674.92	4312.13	股权融资	0.46	112.11	0.00	0.00
所得税	63.70	97.55	401.24	646.82	支付股利	-574.76	-59.67	-195.43	-762.32
净利润	239.90	552.78	2273.68	3665.31	其他	-1067.03	-1397.36	-506.34	-504.74
少数股东损益	129.69	187.19	849.98	1429.09	筹资活动现金流净额	-220.23	-2361.01	-701.77	-1267.06
归属母公司股东净利润	110.21	365.58	1423.70	2236.21	现金流量净额	874.96	8399.82	4811.35	5039.93
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	6793.09	15192.91	20004.26	25044.20	成长能力				
应收和预付款项	1892.78	2674.77	3350.74	3688.77	销售收入增长率	-34.45%	35.16%	30.25%	11.36%
存货	72.75	318.00	334.48	330.57	营业利润增长率	-84.25%	121.60%	329.03%	62.02%
其他流动资产	659.57	802.10	967.84	1048.90	净利润增长率	-81.25%	130.42%	311.32%	61.21%
长期股权投资	657.22	657.22	657.22	657.22	EBITDA 增长率	-44.40%	80.50%	58.11%	29.69%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	6321.86	4972.10	3605.54	2230.59	毛利率	25.74%	31.74%	37.59%	40.52%
无形资产和开发支出	18715.24	17898.14	17081.04	16263.94	三费率	33.65%	31.93%	24.41%	20.10%
其他非流动资产	3524.05	3326.44	3128.82	2931.21	净利率	2.42%	4.13%	13.05%	18.89%
资产总计	38636.56	45841.68	49129.95	52195.40	ROE	1.75%	3.86%	13.86%	18.99%
短期借款	1016.09	0.00	0.00	0.00	ROA	0.62%	1.21%	4.63%	7.02%
应付和预收款项	3181.93	12190.08	12977.18	12977.90	ROIC	2.40%	5.93%	26.38%	51.44%
长期借款	14540.08	14540.08	14540.08	14540.08	EBITDA/销售收入	19.60%	26.18%	31.78%	37.01%
其他负债	6192.45	4790.01	5212.94	5374.68	营运能力				
负债合计	24930.54	31520.17	32730.19	32892.66	总资产周转率	0.26	0.32	0.37	0.38
股本	957.94	1070.04	1070.04	1070.04	固定资产周转率	1.61	2.52	4.23	6.85
资本公积	7865.59	7865.59	7865.59	7865.59	应收账款周转率	8.86	11.65	12.15	11.06
留存收益	3896.27	4202.18	5430.45	6904.34	存货周转率	88.35	46.72	33.22	34.55
归属母公司股东权益	12709.52	13137.81	14366.08	15839.97	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.54%	—	—	—
少数股东权益	996.50	1183.70	2033.68	3462.77	资本结构				
股东权益合计	13706.02	14321.51	16399.75	19302.74	资产负债率	64.53%	68.76%	66.62%	63.02%
负债和股东权益合计	38636.56	45841.68	49129.95	52195.40	带息债务/总负债	62.40%	46.13%	44.42%	44.20%
					流动比率	1.20	1.32	1.58	1.91
					速动比率	1.20	1.30	1.56	1.89
					股利支付率	521.51%	16.32%	13.73%	34.09%
					每股指标				
					每股收益	0.10	0.34	1.33	2.09
					每股净资产	11.88	12.28	13.43	14.80
					每股经营现金	0.14	9.32	4.66	5.48
					每股股利	0.54	0.06	0.18	0.71
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1940.35	3502.38	5537.53	7181.54					
PE	444.00	133.85	34.37	21.88					
PB	3.85	3.72	3.41	3.09					
PS	4.94	3.66	2.81	2.52					
EV/EBITDA	26.63	13.27	7.52	5.10					
股息率	1.17%	0.12%	0.40%	1.56%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷琬	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn