

证券研究报告—动态报告

社会服务

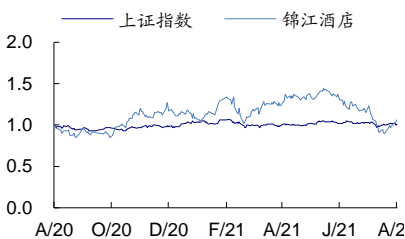
酒店

锦江酒店(600754)
买入

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 31 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,070/958
总市值/流通(百万元)	50,592/37,916
上证综指/深圳成指	3,485/14,454
12个月最高/最低(元)	66.19/37.00

相关研究报告:

《锦江酒店-600754-2021 年一季报点评: Q1 国内业务恢复良好, 开店速度领跑》——2021-05-04

《锦江酒店-600754-2020 年年报点评: 维也纳超预期卢浮承压, 展店提速与费用优化并举》——2021-03-31

《锦江酒店-600754-2020 年三季报点评: Q3 国内业务复苏但海外承压, 中线看龙头集中与整合潜力》——2020-11-01

《锦江酒店-600754-重大事件快评: 行业低谷借增发谋发展, 龙头地位有望强化》——2020-09-03

《锦江酒店-600754-2020 年中报点评: Q2 国内外酒店分化, 中线关注龙头集中与整合潜力》——2020-08-31

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098
 E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100003

证券分析师: 姜甜

电话: 0755-81981367
 E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520080005

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
海外拖累影响业绩恢复, 中线规模扩张与整合潜力可期
● 中报业绩打平微利, 海外亏损影响业绩恢复

2021H1, 公司实现营收 52.63 亿元/+28.67%, 恢复至 2019H1 的 74%; 实现归母业绩 464.84 万元/-98.37%; 扣非亏损 1.33 亿元, 同比显著减亏但仍承压。2021Q2, 公司营收恢复 78%, 归母业绩恢复 69%, 但扣非业绩仅恢复 10%, 主因国内业务盈利被海外亏损大幅拖累。

● Q2 国内酒店复苏改善, 海外卢浮拖累较大

21Q2, 境内酒店 RevPAR+51.94%, 与 19Q2 持平(4-5 月超过, 6 月略承压)。21H1, 境内酒店 RevPAR 恢复至 19H1 的 91%。上半年新开业/净增酒店 781/419 家(开业转筹建 261 家), 其中直营-19/加盟+438 家, 经济型-27 家/中高端+446 家, 中端&加盟持续优化。截至 21H1, 公司开业酒店 9825 家, 居国内酒店第一。21H1, 酒店分部营收 51.40 亿元/+28.97%, 归母亏损 9,725 万元/-139.85%, 其中境内酒店收入恢复 85%(Q2 恢复 93%), 归母业绩 2.48 亿元, 恢复 57%, 剔除扣非扰动或已接近 19H1 水平, 但海外卢浮在获得 2.1 亿补贴下仍亏损 3.45 亿元, 拖累明显。21H1, 毛利率+16.34pct, 期间费率-1.40pct。

● 短期跟踪国内外酒店复苏, 中线关注激励优化和整合效应显现

暑期疫情影响公司 Q3 乃至全年经营表现, 境外卢浮情况仍待跟踪。但从疫情以来的酒店行业的变化来看, 一旦疫情企稳, 酒店龙头 RevPAR 基本能较快接近疫情前水平, 行业韧性仍存; 二是行业出清也持续助力连锁集中和龙头成长, 公司在国内酒店客房规模中排名第一, 中端布局较领先, 有望直接受益。同时随着国企改革的持续推进和收购整合积极提速, 主观动能强化下, 公司内部经营改善具较大提升空间。

● 风险提示

商誉减值风险, 收购整合或国企改革或低于预期, 宏观系统性风险等。

● 短期仍需跟踪疫情, 中线规模扩张与整合潜力可期, 维持“买入”

下调 21-23 年 EPS 至 0.37/1.26/1.96 元(此前为 1.04/1.60/2.06 元, 暑期疫情及卢浮压力较大), 对应 A 股估值 123/36/23x。短期建议关注复苏情况, 海外拖累导致短期估值不低, 但中线公司作为国内酒店龙头, 一看加速行业集中, 二看整合强化效率提升, 维持中线“买入”。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2023E
营业收入(百万元)	15,099	9,898	11,140	14,039	16,705	16,705
(+/-%)	2.7%	-34.4%	12.6%	26.0%	19.0%	19.0%
净利润(百万元)	1,092	110	396	1354	2102	2102
(+/-%)	0.9%	-89.9%	259.0%	242.1%	55.3%	55.3%
摊薄每股收益(元)	1.02	0.10	0.37	1.26	1.96	1.96
EBIT Margin	10.9%	-5.4%	18.1%	25.3%	29.4%	29.4%
净资产收益率(ROE)	8.2%	0.9%	2.2%	7.4%	10.9%	10.9%
市盈率(PE)	58.3	441.8	123.1	36.0	23.2	23.2
EV/EBITDA	35.6	308.7	27.3	18.0	14.0	14.0
市净率(PB)	4.80	3.83	2.73	2.65	2.53	2.53

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

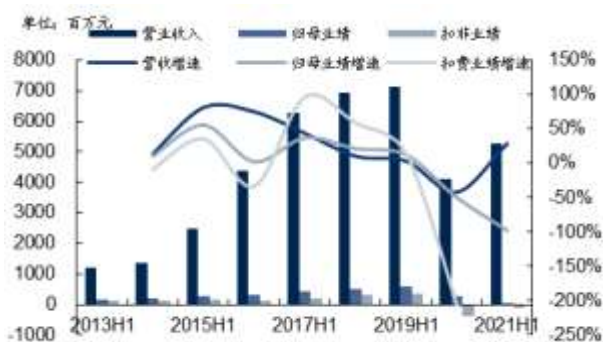
中报业绩打平微利，海外亏损影响业绩恢复

2021H1，锦江酒店实现营收 52.63 亿元/+28.67%，恢复至 2019H1 的 74%；实现归母业绩 464.84 万元/-98.37%（20H1 非经较多），EPS0.0046 元。2021H1，公司扣非亏损 1.33 亿元，同比 2020H1 亏损 3.78 亿元显著减亏，但仍承压，主要因为国内业务盈利被海外亏损大幅拖累，影响了公司整体业绩恢复节奏。

2021Q2，公司实现营收 29.63 亿元/+55.86%，恢复至 2019Q2 的 78%，实现归母业绩 1.87 亿元/+63.27%，恢复至 2019Q2 的 69%，扣非业绩 0.28 亿元/扭亏，恢复至 2019Q2 的 10%，境内酒店逐步恢复但海外拖累仍显著。

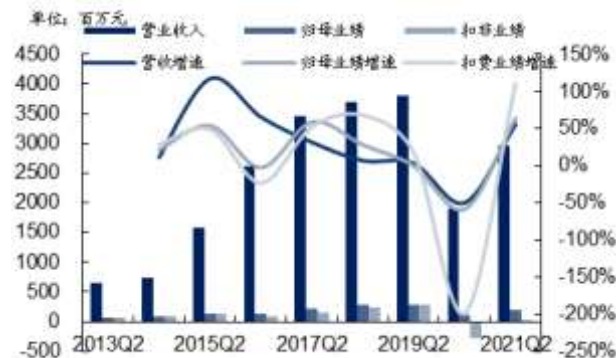
2021H1，公司确认税后非经常性损益 1.38 亿元，均在 Q2 确认（Q1 非经常性损失 0.22 亿元），主要来自税前政府补贴 2.39 亿元（卢浮收到 2.1 亿元）贡献，受疫情影响停业酒店的折旧摊销及租金带来损失 0.69 亿元有负面影响。

图 1：公司 2021H1 营收及业绩增长情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：公司 2021Q2 收入和业绩增长情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

Q2 国内酒店复苏改善，海外卢浮拖累较大

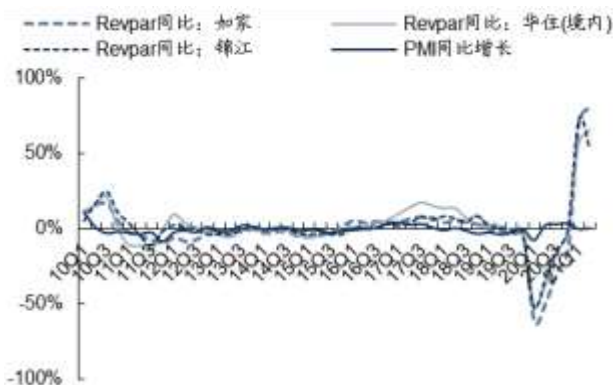
2021Q2，境内酒店整体 RevPAR 159.32 元/+51.94%（OCC+7.98pct/ADR -14.19pct），整体 RevPAR 恢复至 2019Q2 的 99.6%（OCC-3.7pct/ADR+4.6pct），其中经济型/中高端酒店 RevPAR 各增 67.01%/39.21%，均恢复至 2019Q2 的 92% 左右。分月度看，4、5 月整体 RevPAR 均已超过 2019 年同期水平；而 5 月下旬至 6 月期间，境内部分地区酒店经营因局部地区疫情发生而受到一定的影响，6 月整体 RevPAR 下降至 2019 年同期的 91.81%。

2021H1，境内酒店整体 RevPAR 同比增长 59.12%（OCC+19.29pct/ADR+12.47%），RevPAR 恢复至 2019H1 的 91.1%（OCC-7.6pct/ADR+1.6pct），其中经济型/中高端酒店 RevPAR 各增 64.6%/47.0%，各自恢复至 2019H1 的 80.8%/85.1%。

2021Q2，境外酒店整体 RevPAR 同比增长 112.5%（OCC+20.22pct/ADR -1.46%），但较 2019Q2 仅恢复 49.3%（OCC-30.6pct/ADR -10.8%），主要受境外疫情影响。

2021H1，境外酒店整体 RevPAR 同比下滑 2.99%（OCC+2.16pct/ADR-8.69%），较 2019 年恢复 51.5%（OCC-26.6pct/ADR-11.5%），其中经济型/中高端酒店 RevPAR 各+4.62/-17.2pct，各恢复至 2019H1 的 51.2%/52.4%。由于去年海外 3 月疫情开始影响，故去年 Q1 基数较高，Q2 基数较低。

图 3: 酒店龙头季度 RevPAR 增长趋势



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 锦江季度开店情况



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

展店方面, 2021H1 公司合计新开店 781 家, 关店 101 家, 转筹建酒店 261 家, **净增 419 家(直营/加盟各为-19/+438 家, 经济型/中高端各为-27/+446 家)**, 展店仍然较快。2021Q2 新开店 434 家, 关店 37 家, 转筹建酒店 135 家, 净开店 262 家, 其中直营酒店减少 3 家, 加盟酒店增加 265 家, 加盟继续主导扩张; 经济型酒店新增 2 家, 中端酒店增加 260 家, 公司继续着力于布局中端市场。

截至 2021H1, 公司已开业酒店合计达到 9825 家 (加盟占比 90.69%), 酒店客房总数达到 959,158 间 (加盟占比 89.21%), 稳居国内酒店龙头 NO.1。已开业酒店中, 中高端酒店、客房占比分别达 49.55%、58.03%, 中高端继续提升。截止 2021H1 末, 公司已签约酒店合计为 15,029 家, 客房总数达到 1,471,961 间, 为后续展店扩张保驾护航。

表 1: 截止 2021H1, 公司开业酒店情况

	开业酒店家数		开业客房间数	
	酒店家数	占比 (%)	客房间数	占比 (%)
中端酒店	4,868	49.55	556,558	58.03
经济型酒店	4,957	50.45	402,600	41.97
全部酒店	9,825	100	959,158	100
其中: 直营店	915	9.31	103,471	10.79
加盟店	8,910	90.69	855,687	89.21

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2021H1, 公司酒店分部实现营收 51.40 亿元/+28.97%; 分部归母业绩-9,725 万元/-139.85%, 主要系海外拖累较大, 去年同期补贴较多影响。

其中, 境内酒店上半年收入 43.06 亿/+40.01%, 实现归母净利润 2.48 亿元/-53.47%, 同比下滑主要因为去年同期非经太多, 实质来看估算改善明显 (2020H1 境内酒店实际亏损估算 2 亿+)。与 2019H1 相比, 公司境内酒店收入恢复 85%, 业绩恢复 57%, 如果剔除非经常性项目扰动, 我们初步估算或已接近 2019 年同期水平。

2021Q2, 公司境内酒店收入 24.63 亿元/+50.84%, 较 2019 年同期恢复约 93%。从盈利恢复的角度, 我们初步估算公司 Q2 境内酒店业绩 2.5~3.0 亿元。由于 2019Q2 境内酒店非经影响仍然较大, 直接估算扣非增速相对较难。考虑 2021Q1 境内酒店盈利恢复相对不及 2019Q1, 我们粗略估算 2021Q2 境内酒店业绩扣非层面恢复有望达到或好于 2019Q2 同期水平, 主要得益于部分经营恢复及部分费用优化。需要说明的是, 由于公司华南酒店占比最高, 今年 6 月华南疫情对公司仍有一定影响。

分子公司来看，2021H1，铂涛实现营收 15.61 亿，恢复至疫情前的 75%，归母业绩 1.79 亿元，剔除非经扰动预计恢复至 2019 年同期。维也纳实现营收 15.67 亿元，较 2019H1 同比转正增加 6.77%，归母业绩 2.55 亿，较 2019H1 同比增长 85.56%。

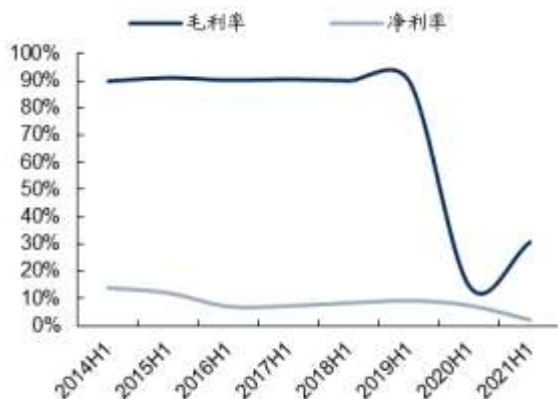
2021H1，境外卢浮酒店实现收入 83,423 万元/-8.36%，仅为 2019H1 的 43%，承压显著，对应亏损 3.45 亿元，较 2020H1 亏损 2.89 亿元继续扩大。季度来看，Q2 卢浮估算亏损 1 亿+，但有补贴税前 2.1 亿贡献，剔除补贴影响估算卢浮 Q2 亏损 2.6~3.1 亿元，拖累明显。

截至 2021 年 6 月 30 日，卢浮集团旗下运营酒店共计 1,258 家。按区域划分，欧洲地区酒店 1,004 家，欧洲以外地区酒店 254 家；按经营模式划分，直营酒店 294 家，加盟酒店 964 家。

2021H1，公司食品及餐饮业务实现合并营业收入 12,236 万元/+17.12%，归母业绩 17,434 万元/+24.59%，主要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。与 2019H1 相比，公司餐饮收入+3.31%，业绩+25.30%，恢复良好，预计主要来自四地肯德基贡献。

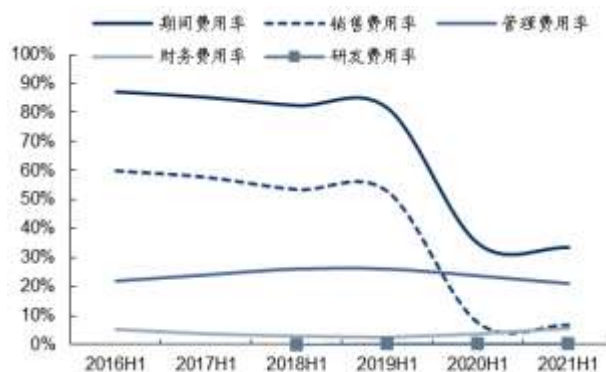
2021H1，公司毛利率为 30.68%，上升 16.34pct，期间费用率 33.59%，同比下降 1.40pct，其中销售/管理/研发费率各降 0.77/2.57/0.05pct，但财务费率增 1.99pct（新租赁准则等影响）。

图 5：公司毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：公司期间费用率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

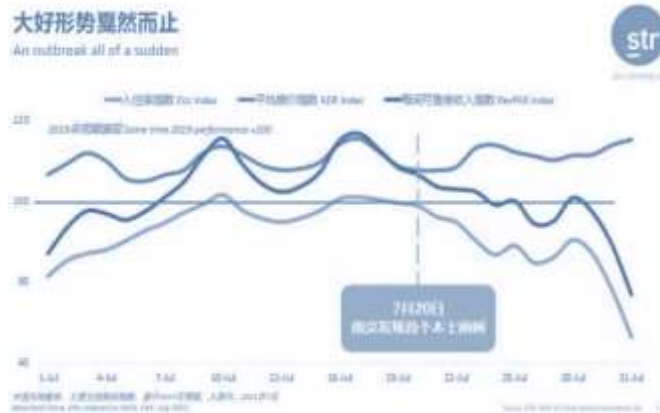
暑期疫情影响 Q3 表现，中线来看龙头加速集中与整合

7 月公司酒店 RevPAR 恢复至 2019 年同期的 98.24%，其中前 20 天快速恢复，下旬有所承压，8 月随管控趋严预计进一步承压，暑期疫情预计对公司境内酒店 Q3 乃至全年经营产生不利影响。海外疫情情况仍待跟踪，7 月海外酒店 RevPAR 恢复至 2019 年同期的 72.61%。但与此同时，从疫情以来的酒店行业的变化来看，一旦疫情企稳，酒店龙头 RevPAR 基本能较快恢复至接近疫情前水平，显示行业韧性仍存。近两年持续疫情反复下，行业出清也持续助力连锁集中和龙头成长。

开店方面，公司上半年新开酒店 781 家，较 2020H1 和 2019H1 继续加快（各 651/660 家）。考虑下疫情下行业洗牌加剧，公司积极开店有助于其进一步提升市场份额。中线来看，公司在国内酒店客房规模中排名第一，中端布局较领先，行业竞争格局相对确定下龙头优势突出。本次疫情加速行业出清，中线有望加速行业集中。同时，随着国企改革持续推进和收购整合的全面深化，公司内

部经营改善具有较大提升空间。

图 7：国内酒店行业 RevPAR 变化趋势



资料来源：STR，国信证券经济研究所整理

投资建议：短期仍需跟踪疫情，中线规模与整合潜力可期，维持“买入”

考虑海外卢浮压力和暑期疫情影响，下调公司 21-23 年 EPS 至 0.37/1.26/1.96 元（此前为 1.04/1.60/2.06 元，海外压力及暑期旺季影响较大），对应估值 123/36/23x。公司短期估值受海外拖累相对不低，且短期仍需跟踪国内外疫情情况，但中线来看，公司国内酒店规模第一，规模扩张加速+效率整合提升推动下，中线成长仍可期，维持买入评级。

风险提示

宏观系统性风险；国内外大规模传染疫情等风险；收购标的经营业绩波动大；收购整合或国企改革进度可能低于预期；商誉减值风险等。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	6793	18876	20585	23537	营业收入	9898	11140	14039	16705
应收款项	1673	1209	1504	1789	营业成本	7350	6222	7160	8219
存货净额	73	485	598	629	营业税金及附加	115	123	154	184
其他流动资产	625	446	562	334	销售费用	675	595	710	718
流动资产合计	9418	21215	23449	26489	管理费用	2296	2188	2464	2677
固定资产	6322	6492	6841	6934	财务费用	359	183	20	(40)
无形资产及其他	7212	6924	6637	6349	投资收益	814	200	150	150
投资性房地产	15027	15027	15027	15027	资产减值及公允价值变动	140	6	50	50
长期股权投资	657	657	657	657	其他收入	221	0	0	0
资产总计	38637	50316	52611	55458	营业利润	278	2036	3730	5147
短期借款及交易性金融负债	1911	1200	1200	1200	营业外净收支	26	10	0	0
应付款项	1787	10488	12145	14037	利润总额	304	2046	3730	5147
其他流动负债	4118	2832	3278	3710	所得税费用	64	471	877	1225
流动负债合计	7817	14520	16624	18948	少数股东损益	130	1180	1500	1820
长期借款及应付债券	14540	14240	13740	13240	归属于母公司净利润	110	396	1354	2102
其他长期负债	2573	2573	2573	2573					
长期负债合计	17114	16814	16314	15814	现金流量表 (百万元)				
负债合计	24931	31334	32937	34761	净利润	110	396	1354	2102
少数股东权益	997	1115	1265	1447	资产减值准备	38	6	3	2
股东权益	12710	17868	18409	19250	折旧摊销	777	919	986	1044
负债和股东权益总计	38637	50316	52611	55458	公允价值变动损失	(140)	(6)	(50)	(50)
					财务费用	359	183	20	(40)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(46)	7651	1583	2237
每股收益	0.10	0.37	1.26	1.96	其它	(1052)	112	147	180
每股红利	0.91	0.22	0.76	1.18	经营活动现金流	(313)	9078	4022	5514
每股净资产	11.88	16.70	17.20	17.99	资本开支	(132)	(801)	(1001)	(801)
ROIC	-1%	7%	16%	23%	其它投资现金流	(3)	54	0	0
ROE	1%	2%	7%	11%	投资活动现金流	(289)	(747)	(1001)	(801)
毛利率	26%	44%	49%	51%	权益性融资	0	5000	0	0
EBIT Margin	-5%	18%	25%	29%	负债净变化	424	(300)	(500)	(500)
EBITDA Margin	2%	26%	32%	36%	支付股利、利息	(972)	(237)	(812)	(1261)
收入增长	-34%	13%	26%	19%	其它融资现金流	2572	(711)	0	0
净利润增长率	-90%	259%	242%	55%	融资活动现金流	1476	3751	(1312)	(1761)
资产负债率	67%	64%	65%	65%	现金净变动	873	12083	1709	2952
息率	2.0%	0.5%	1.7%	2.6%	货币资金的期初余额	5920	6793	18876	20585
P/E	441.8	123.1	36.0	23.2	货币资金的期末余额	6793	18876	20585	23537
P/B	3.8	2.7	2.6	2.5	企业自由现金流	173	9319	4283	6219
EV/EBITDA	308.7	27.3	18.0	14.0	权益自由现金流	3169	8167	3768	5749

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032