

2021 半年报点评：Q2 业绩略低市场预期，国内复苏持续 增持（维持）

2021 年 09 月 09 日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

研究助理 李昱哲

执业证号：S0600120110012
liyzh@dwzq.com.cn

研究助理 宋小雯

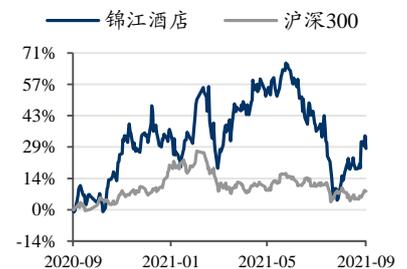
执业证号：S0600121070062
songxw@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 9,898 | 11,927 | 16,016 | 18,074 |
| 同比（%） | -34.4% | 20.5% | 34.3% | 12.9% |
| 归母净利润（百万元） | 110 | 562 | 1,591 | 2,023 |
| 同比（%） | -89.9% | 409.7% | 183.3% | 27.1% |
| 每股收益（元/股） | 0.10 | 0.53 | 1.49 | 1.89 |
| P/E（倍） | 476 | 93 | 33 | 26 |

投资要点

- **2021H1 营收向好，2021Q2 业绩环比扭亏。**2021H1 实现营收 52.6 亿元（yoy+28.7%），归母净利 465 万元（yoy-98.4%），当期政府补助 2.4 亿元，扣非归母净利润-1.33 亿元。2021Q2 单季实现营收 29.6 亿元（yoy+55.9%），归母净利 1.87 亿元（yoy+63.3%），扣非归母净利 2820 万元，净利润环比扭亏。**2021Q2 业绩略低于市场预期，主要受六月疫情反复及境外疫情恢复缓慢影响。**
- **境内酒店经营转暖，境外恢复缓慢拖累业绩。**2021H1 酒店业务实现营收 51.4 亿元（yoy+28.97%），归母净利-9725 万元（yoy-139.85%）。其中：**大陆境内酒店实现营收 43.1 亿元（yoy+40.02%），收入占比达 83.77%，归母净利 2.5 亿元（yoy-53.47%）**；由于境外疫情持续蔓延，境外酒店营收 1.1 亿欧元（yoy-7.95%），归母净利亏损 4419 万欧元。**分经营模式看**，整体酒店业务前期加盟收入 3.8 亿元（yoy+31.05%），持续加盟及劳务派遣收入 16.9 亿元（yoy+44.6%），**加盟业务合计贡献酒店整体营收占比达 40.3%（yoy+3.7pct）**。
- **架构整合初见成效，成本费用结构持续优化。**2021H1 整体毛利率为 30.68%（yoy+16.34pct），主要系营收提升所致。销售费用率为 6.55%（yoy-0.77pct），管理费用率为 21.15%（yoy-2.57pct），财务费用率 5.66%（+2pct）。2021Q2 单季毛利率 25.23%（环比 Q1-12.48pct），管理费用率 19.93%（环比 Q1-2.8pct）。**2021H1 营收仍受海内外疫情影响，成本费用较为刚性情况下销售及行政费用率相对 2019 同期基本持平，改革整合效果有所显现。**
- **2021Q2 境内酒店复苏持续，经济型酒店同比高增。**2021H1 境内酒店同店 RevPAR 为 133.66 元（yoy+48.7%，较 2019 年同期-15.12%），出租率（OCC）65.76%（yoy+17.9pct，较 2019 年同期-8.39pct），平均房价（ADR）203.26 元（yoy+8.28%，较 2019 年同期-4.29%）。其中中端酒店同店 RevPAR 恢复至 2019 年同期 86.4%；经济型酒店同店 RevPAR 恢复至 19 年同期的 78.7%。2021Q2 单季境内整体中端酒店 RevPAR 同比+39.2%，恢复至 2019 年同期 92.39%。**经济型酒店 RevPAR yoy+67%，恢复至 2019 年同期的 92.09%。**
- **高端品牌表现亮眼，加盟拓店保持高速。**2021H1 分别新开/净开酒店数量为 781 家/419 家，相比 2020 年同期（651/305 家）有所提速。中高端品牌拓店强劲，麗枫/维也纳/维也纳国际/希岸分别净开 77/76/72/49 家，合计占净开门店数比重达 65.4%。轻资产模式持续推进，直营店净减 19 家，加盟店净增 438 家。截至 2021H1，公司开业酒店共 9825 家（yoy+11.4%），中端占比 49.6%，加盟占比 90.7%；已签约酒店共 1.5 万家（yoy+9.5%），**考虑下半年疫情防控稳健，我们预计全年新开酒店数有望突破 1500 家公司指引。**
- **盈利预测与投资评级：**考虑 2021H1 国内多地疫情反复，海外防控的不确定致业绩承压以及中秋国庆催化等因素，我们认为公司今年下半年业务复苏或体现较大经营弹性，我们预计公司 2021-23 年归母净利 5.6/15.9/20.2 亿元，2021-23 年归母净利同比增速 409.7%、183.3%、27.1%，当前股价对应动态 PE 93、33、26 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动与疫情反复风险、经营&酒店扩张不及公司预期等风险。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 48.99 |
| 一年最低/最高价 | 37.00/66.19 |
| 市净率(倍) | 3.16 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 39286.87 |

基础数据

| | |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元) | 15.53 |
| 资产负债率(%) | 65.27 |
| 总股本(百万股) | 1070.04 |
| 流通 A 股(百万股) | 801.94 |

相关研究

- 1、《锦江酒店（600754）：20Q1 承压显著，期待酒店业景气度提升》
- 2、《锦江酒店（600754）：19 扣非亮眼、费控稳健，疫情不改长期逻辑》

表 1: 核心经营数据

| 单位: 百万元 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q3 | 2020Q4 | 2021Q1 | 2021Q2 |
|-----------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------|----------|----------|
| 营业收入 | 3,337.18 | 3,805.68 | 4,139.23 | 3,816.93 | 2,189.02 | 1,900.96 | 2,912.27 | 2,895.31 | 2,299.71 | 2,962.83 |
| yoy | 2.7% | 3.2% | 3.0% | 2.0% | -34.4% | -50.0% | -29.6% | -24.1% | 5.1% | 55.9% |
| 归母净利润 | 295.38 | 272.35 | 305.51 | 219.26 | 170.56 | 114.75 | 15.57 | (190.67) | (182.70) | 187.35 |
| yoy | 28.2% | -0.2% | -17.1% | 4.1% | -42.3% | -57.9% | -94.9% | -187.0% | -207.1% | 63.3% |
| 扣非归母净利润 | 70.84 | 287.30 | 441.50 | 92.68 | (93.63) | (284.86) | (26.36) | (264.87) | (161.16) | 28.20 |
| yoy | 2.4% | 16.6% | 22.1% | 49.1% | -232.2% | -199.1% | -106.0% | -385.8% | - | 109.9% |
| 毛利率(%) | 88.35 | 90.60 | 90.05 | 90.34 | 35.20 | (9.68) | 33.52 | 34.01 | 37.71 | 25.23 |
| 期间费用率(%) | 87.55 | 76.31 | 74.57 | 84.37 | 49.79 | 17.95 | 28.75 | 37.59 | 52.08 | 19.25 |
| 其中: 销售费用率(%) | 55.94 | 50.14 | 47.62 | 50.90 | 25.78 | (13.93) | 4.20 | 8.75 | 21.34 | (4.92) |
| 管理费用率(含研发费用, %) | 28.67 | 24.10 | 24.97 | 31.37 | 20.69 | 27.82 | 21.42 | 24.75 | 23.35 | 19.86 |
| 财务费用率(%) | 2.95 | 2.07 | 1.98 | 2.10 | 3.33 | 4.06 | 3.12 | 4.09 | 7.39 | 4.31 |
| 归母净利率 | 8.9% | 7.2% | 7.4% | 5.7% | 7.8% | 6.0% | 0.5% | -6.6% | -7.9% | 6.3% |
| ROE(%) | 2.31 | 2.12 | 2.37 | 1.67 | 1.28 | 0.88 | 0.12 | (1.49) | (1.24) | 1.12 |
| 同比增减pct | 0.49 | -0.10 | -0.59 | 0.00 | -1.02 | -1.24 | -2.25 | -3.16 | -2.52 | 0.25 |
| 资产负债率(%) | 64.57 | 64.35 | 63.55 | 63.07 | 62.15 | 63.04 | 65.57 | 64.53 | 65.95 | 65.27 |
| 同比增减pct | -3.51 | -1.63 | -2.01 | -2.55 | -2.42 | -1.32 | 2.02 | 1.46 | 3.80 | 2.23 |
| 存货 | 84.47 | 83.62 | 82.95 | 93.63 | 78.11 | 75.37 | 72.47 | 72.75 | 70.24 | 67.74 |
| 较上年同比增减 | 5.18 | 1.92 | 0.11 | 8.19 | -6.35 | -8.25 | -10.48 | -20.88 | -7.87 | -7.63 |
| 存货周转天数 | 19.66 | 20.38 | 19.63 | 21.11 | 5.45 | 4.34 | 4.12 | 4.07 | 4.49 | 3.47 |
| 较上年同比增减 | -1.06 | 0.19 | 0.67 | 2.15 | -14.21 | -16.04 | -15.50 | -17.04 | -0.96 | -0.88 |
| 应收账款 | 1058.91 | 1142.12 | 1153.63 | 1157.17 | 1250.20 | 1167.22 | 1359.29 | 1076.31 | 1161.49 | 1271.87 |
| 较上年同比增减 | 43.52 | 69.57 | 1153.63 | 161.69 | 191.29 | 25.10 | 205.66 | -80.86 | -88.72 | 104.65 |
| 应收账款周转天数 | 27.70 | 26.93 | 25.72 | 25.66 | 49.49 | 51.15 | 48.52 | 40.62 | 43.79 | 40.16 |
| 较上年同比增减 | 0.63 | 0.83 | 25.72 | 1.96 | 21.79 | 24.21 | 22.80 | 14.96 | -5.70 | -10.99 |
| 应付账款及票据 | 1852.83 | 1933.39 | 1908.46 | 2006.54 | 1635.08 | 1594.15 | 1561.34 | 1787.37 | 1000.73 | 929.83 |
| 较上年同比增减 | -175.14 | -97.99 | -53.30 | -20.32 | -217.75 | -339.24 | -347.12 | -219.17 | -634.35 | -664.32 |
| 预收账款 | 865.63 | 1046.37 | 992.54 | 998.48 | 207.23 | 3.87 | 4.78 | 5.48 | 5.66 | 6.95 |
| 较上年同比增减 | 129.63 | 99.39 | 52.51 | 50.86 | -658.40 | -1042.50 | -987.77 | -993.00 | -201.57 | 3.08 |
| 经营性现金流净额 | 52.24 | 649.19 | 1599.75 | 2637.92 | (1350.01) | (1359.09) | (586.88) | 623.11 | (496.20) | 649.80 |
| 较上年同比增减 | -78.8% | -57.9% | -36.6% | -25.0% | -2684.3% | -309.4% | -136.7% | -76.4% | - | 147.8% |
| 筹资性现金流净额 | (755.34) | (2200.85) | (2618.99) | (3195.36) | 162.16 | (388.01) | 1516.37 | (2011.40) | 4788.13 | 3442.85 |
| 较上年同比增减 | - | - | - | - | 121.5% | - | 157.9% | - | 2852.8% | 987.3% |
| 资本开支 | 285.86 | 248.91 | 177.82 | 419.25 | 181.56 | 181.58 | 93.15 | 258.00 | 84.34 | 168.57 |
| 较上年同比增减 | 7.4% | 44.1% | 55.3% | -10.1% | -36.5% | -27.0% | -47.6% | -38.5% | -53.5% | -7.2% |

注: 经营及筹资现金流为年内累计数;

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 2: 2021H1 境内酒店经营数据 (可比店口径, 单位: 人民币)

| 分类 | 平均房价 (元/间) | | | 平均出租率 (%) | | | RevPAR (元/间) | | |
|-------|------------|-----------------|------------------|-----------|-----------------|------------------|--------------|-----------------|------------------|
| | 2021H1 | 同比 2020H1 增减 | 较 2019 年 同期增减 | 2021H1 | 同比 2020H1 增减 | 较 2019 年 同期增减 | 2021H1 | 同比 2020H1 增减 | 较 2019 年 同期增减 |
| 中端酒店 | 245.72 | 8.92% | -5.47% | 70.6 | 15.51pct | -6.66pct | 173.48 | 39.59% | -13.62% |
| 经济型酒店 | 148.17 | 8.18% | -7.43% | 60.39 | 19.65pct | -10.6pct | 89.48 | 60.36% | -21.25% |
| 合计 | 203.26 | 8.28% | -4.29% | 65.76 | 17.88pct | -8.39pct | 133.66 | 48.71% | -15.12% |

注: 公司披露截至 2021 年 6 月底境内征用酒店数量 356 家, 以上同店比较数据未剔除征用酒店。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 3: 2021H1 境外酒店经营数据 (整体口径)

| 分类 | 平均房价 (欧元/间) | | | 平均出租率 (%) | | | RevPAR (欧元/间) | | |
|-------|-------------|-----------------|------------------|-----------|-----------------|------------------|---------------|-----------------|------------------|
| | 2021H1 | 同比 2020H1 增减 | 较 2019 年 同期增减 | 2021H1 | 同比 2020H1 增减 | 较 2019 年 同期增减 | 2021H1 | 同比 2020H1 增减 | 较 2019 年 同期增减 |
| 中端酒店 | 58.1 | -10.12% | -10.59% | 33.84 | -2.89pct | -23.89pct | 19.66 | -17.19% | -47.60% |
| 经济型酒店 | 47.51 | -6.33% | -11.25% | 38.12 | 3.99pct | -27.89pct | 18.11 | 4.62% | -48.75% |
| 合计 | 50.03 | -8.69% | -11.55% | 37.01 | 2.16pct | -26.59pct | 18.52 | -2.99% | -48.51% |

注: 公司披露由于境外酒店经营自 2020 年 3 月中旬起受疫情影响而出现大幅下滑, 因此境外酒店 2021 年第一季度 RevPAR 较去年同期下降, 第二季度 RevPAR 较去年同期增长。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

锦江酒店三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 9,418 | 11,000 | 13,462 | 13,062 | 营业收入 | 9,898 | 11,927 | 16,016 | 18,074 |
| 现金 | 6,793 | 8,410 | 9,071 | 9,835 | 减:营业成本 | 7,350 | 8,153 | 10,464 | 11,804 |
| 应收账款 | 1,076 | 1,054 | 2,146 | 1,397 | 营业税金及附加 | 115 | 119 | 160 | 181 |
| 存货 | 73 | 180 | 109 | 229 | 营业费用 | 675 | 318 | 408 | 307 |
| 其他流动资产 | 1,476 | 1,356 | 2,136 | 1,600 | 管理费用 | 2,296 | 2,624 | 2,402 | 2,350 |
| 非流动资产 | 29,218 | 36,466 | 34,866 | 33,134 | 财务费用 | 359 | 219 | 325 | 430 |
| 长期股权投资 | 657 | 943 | 1,235 | 1,525 | 资产减值损失 | 70 | 20 | 20 | 20 |
| 固定资产 | 5,863 | 5,461 | 5,412 | 5,152 | 加:投资净收益 | 814 | 150 | 150 | 150 |
| 在建工程 | 459 | 442 | 493 | 462 | 其他收益 | 52 | 200 | 50 | 50 |
| 无形资产 | 7,212 | 6,924 | 6,644 | 6,362 | 营业利润 | 278 | 870 | 2,465 | 3,133 |
| 其他非流动资产 | 15,027 | 22,695 | 21,083 | 19,633 | 加:营业外净收支 | 26 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 38,637 | 47,466 | 48,328 | 46,195 | 利润总额 | 304 | 870 | 2,465 | 3,133 |
| 流动负债 | 7,817 | 10,636 | 13,849 | 13,968 | 减:所得税费用 | 64 | 218 | 616 | 783 |
| 短期借款 | 1,016 | 684 | 794 | 757 | 少数股东损益 | 130 | 91 | 257 | 327 |
| 应付账款 | 1,787 | 2,038 | 2,612 | 3,290 | 归属母公司净利润 | 110 | 562 | 1,591 | 2,023 |
| 其他流动负债 | 5,014 | 7,914 | 10,442 | 9,920 | EBIT | 304 | 870 | 2,465 | 3,133 |
| 非流动负债 | 17,114 | 22,471 | 18,272 | 13,670 | EBITDA | 1,607 | 2,287 | 3,911 | 4,579 |
| 长期借款 | 14,540 | 11,501 | 8,158 | 4,298 | 重要财务与估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 其他非流动负债 | 2,574 | 10,971 | 10,114 | 9,373 | 每股收益(元) | 0.10 | 0.53 | 1.49 | 1.89 |
| 负债合计 | 24,931 | 33,107 | 32,121 | 27,638 | 每股净资产(元) | 11.88 | 12.40 | 13.89 | 15.78 |
| 少数股东权益 | 997 | 1,087 | 1,345 | 1,672 | 发行在外股份(百万股) | 958 | 1,070 | 1,070 | 1,070 |
| 归属母公司股东权益 | 12,710 | 13,271 | 14,863 | 16,885 | ROIC(%) | 0.8% | 1.8% | 5.3% | 7.4% |
| 负债和股东权益 | 38,637 | 47,466 | 48,328 | 46,196 | ROE(%) | 1.8% | 4.5% | 11.4% | 12.7% |
| 现金流量表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 毛利率(%) | 25.7% | 31.6% | 34.7% | 34.7% |
| 经营活动现金流 | 152 | 5,208 | 5,150 | 6,310 | 销售净利率(%) | 1.1% | 4.7% | 9.9% | 13.0% |
| 投资活动现金流 | 939 | -9,711 | -658 | -471 | 资产负债率(%) | 64.5% | 69.7% | 66.5% | 59.8% |
| 筹资活动现金流 | -220 | 6,121 | -3,832 | -5,074 | 收入增长率(%) | -34.4% | 20.5% | 34.3% | 12.9% |
| 现金净增加额 | 875 | 1,617 | 661 | 764 | 净利润增长率(%) | -89.9% | 409.7% | 183.3% | 27.1% |
| 折旧和摊销 | 1,303 | 2,552 | 2,445 | 2,345 | P/E | 476 | 93 | 33 | 26 |
| 资本开支 | 688 | 1,101 | 649 | 550 | P/B | 4 | 4 | 4 | 3 |
| 营运资本变动 | -604 | 1,823 | 736 | 1,320 | EV/EBITDA | 36 | 27 | 15 | 12 |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>