

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

社服/酒店

锦江酒店 (600754.SH)

维持评级

报告原因：业绩公告

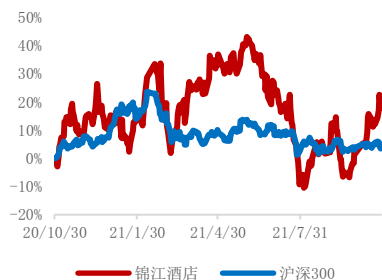
境外酒店业务复苏回升，年内新开店目标预计完成

增持

2021年10月30日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年10月29日

收盘价(元):	54.00
年内最高/最低(元):	63.94/40.00
流通 A 股/总股本(亿):	9.14/10.70
流通 A 股市值(亿):	512.78
总市值(亿):	577.82

基础数据：2021年9月30日

基本每股收益:	0.0937
每股净资产(元):	11.88
净资产收益率:	0.64%

分析师：张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

电话：010-83496312

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

相关报告：

【山证社服】锦江酒店(600754.SH)2021年中报点评：疫情反复拖累 RevPAR 复苏进程，新开店计划有序推进 (2021-8-31)

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层 山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件点评

- 公司期内实现营业收入 83.49 亿元 (+19.24)，恢复至 2019 年同期 74%；归母净利润 0.96 亿元 (-67.84%)，恢复至 2019 年同期 11.08%；扣非归母净利润亏损 0.44 亿元 (+89%)，EPS0.09 元。其中 Q3 实现营收 30.86 亿元 (+6%)，环比 Q2 增长 4.19%，环比 Q1 增长 6.62%；实现归母净利润 9212 万元 (+491.49%)，环比 Q2 减少 9522.98 万元，环比 Q1 增加 9854.45 万元；扣非归母净利润 8844.55 万元 (+435.57%)。
- 境外酒店业务复苏回升，加盟费用增速可观。Q1-3 公司有限型酒店业务实现营收 81.65 亿元 (+19.45%)，其中中国境内实现营收 65.48 亿元 (+22.88%)，境外实现营收 16.17 亿元 (+7.34%)；其中 Q3 有限型酒店业务营收 30.25 亿元 (+6.14%)，中国境内营收 22.42 亿元 (-0.51%)，境外营收 7.83 亿元 (+31.29%)。Q3 公司净增开业酒店 370 家，其中直营酒店 1 家，加盟酒店 369 家，持续加盟费收入 7.83 亿元 (+10.18%)。食品及餐饮业务 21Q1-3 实现营收 1.83 亿元 (+10.57%)，其中 Q3 营收 6136 万元 (-0.53%)。
- 21Q3 境内中端酒店 RevPAR 已恢复至 2019 年同期 78.43%，经济型酒店 RevPAR 已恢复至 2019 年同期 73.51%，整体 RevPAR 已恢复至 2019 年同期 82.3%。其中经济型酒店 157.07 元 (+13.64%) /OCC58.97% (-7.87pct)/RevPAR92.38 元(+0.26%)；中端酒店 ADR249.63 元(+6.49%) /OCC67.09% (-11.94pct) /RevPAR185.26 元 (-9.6%)。
- 期内公司毛利率上升 10.63pct 至 32.95%，整体费用率下降 54.04 至 32.16%。其中销售费用率 7.11% (-53.13pct)、管理费用率 19.97% (-2.55pct)、研发费用率 0.28%(-0.13pct)、财务费用率 5.08%(+1.64pct)。
- 投资建议：后疫情时代，龙头酒店集团市场集中度将持续提升。年内公司维持高速开店，定增获批持续优化业务结构，预计未来两年存量酒店数量达到 15000 家，未来存量房+新增房布局不断提高。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.3\1.24\1.71，对应公司 10 月 29 日收盘价 54 元，2021-2023 年 PE 分别为 181.5\43.7\31.6，维持“增持”评级。

存在风险

- 经营成本上升风险；居民消费需求不及预期风险；疫情持续扩散风险。

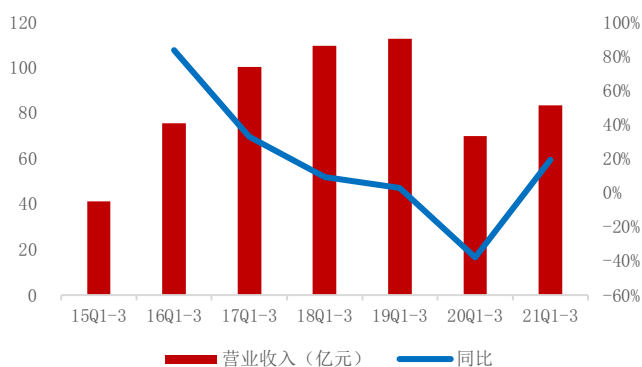
盈利预测和财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	9898	11976	14970	17216
收入同比	-34%	21%	25%	15%
归母净利润(百万元)	110	285	1183	1636
净利润同比	-90%	159%	315%	38%
毛利率	25.7%	33.0%	40.0%	41.0%
ROE	1.8%	1.9%	7.0%	8.7%
EPS(元)	0.10	0.30	1.24	1.71
P/E	524.29	181.54	43.72	31.63
P/B	4.55	3.72	3.38	3.04
EV/EBITDA	48	40	23	18

资料来源：wind，山西证券研究所

## 1. 公司 2021 年三季度业绩表现

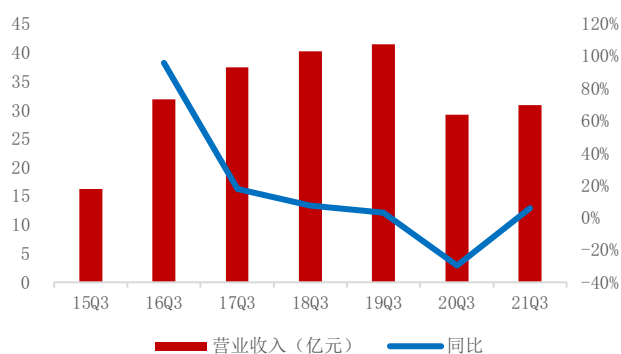
公司期内实现营业收入 83.49 亿元 (+19.24)，恢复至 2019 年同期 74%；归母净利润 0.96 亿元 (-67.84%)，恢复至 2019 年同期 11.08%；扣非归母业绩亏损 0.44 亿元 (+89%)，EPS0.09 元。其中 Q3 实现营收 30.86 亿元 (+6%)，环比 Q2 增长 4.19%，环比 Q1 增长 6.62%；实现归母净利润 9212 万元 (+491.49%)，环比 Q2 减少 9522.98 万元，环比 Q1 增加 9854.45 万元；扣非归母净利润 8844.55 万元 (+435.57%)。

图 1：锦江酒店营收情况及增速



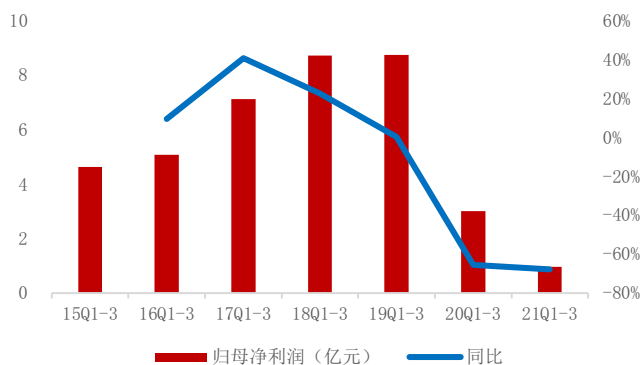
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：锦江酒店单季度营收情况及增速



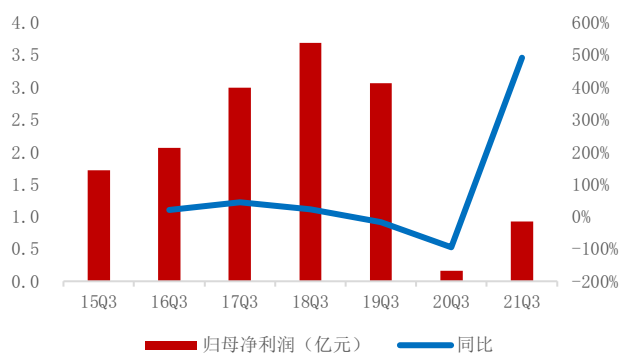
数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：锦江酒店归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 4：锦江酒店单季度归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

## 1.1 收入端

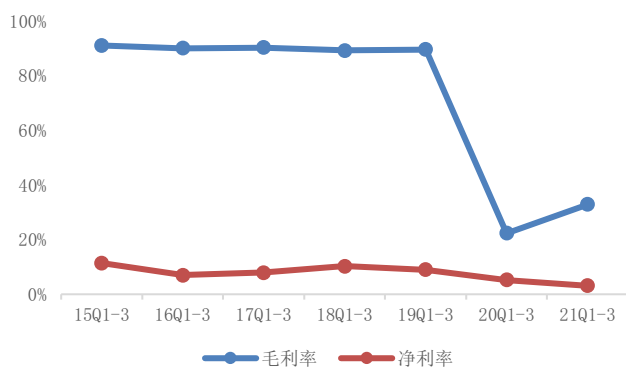
境外酒店业务复苏回升，加盟费用增速可观。Q1-3 公司有限型酒店业务实现营收 81.65 亿元 (+19.45%)，其中中国境内实现营收 65.48 亿元 (+22.88%)，境外实现营收 16.17 亿元 (+7.34%)；其中 Q3 有限型酒店业务营收 30.25 亿元 (+6.14%)，中国境内营收 22.42 亿元 (-0.51%)，境外营收 7.83 亿元 (+31.29%)。Q3 公司净增开业酒店 370 家，其中直营酒店 1 家，加盟酒店 369 家，持续加盟费收入 7.83 亿元 (+10.18%)。食品及餐饮业务 21Q1-3 实现营收 1.83 亿元 (+10.57%)，其中 Q3 营收 6136 万元 (-0.53%)。

期内公司归母净利润大幅下滑 67.84% 主要系上年同期出售净子公司股权取得投资收益所致；扣非归母业绩亏损 0.44 亿元，但同比增加 89%，主要系期内公司境内外有限服务型酒店运营情况逐步改善，较上年疫情严重时期亏损减少；归属于上市公司股东的所有者权益增加 31.36% 系公司完成非公开 A 股股票所致。

## 1.2 费用端

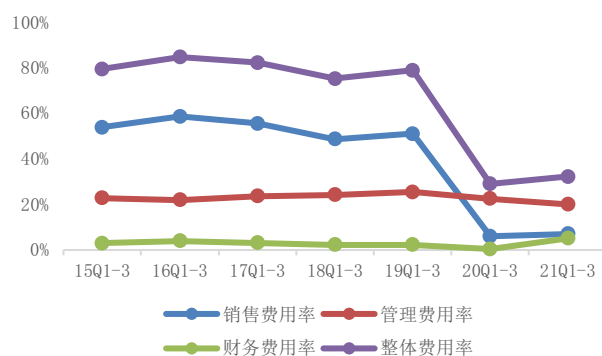
期内公司毛利率上升 10.63pct 至 32.95%，整体费用率下降 54.04 至 32.16%。其中销售费用率 7.11% (-53.13pct)、管理费用率 19.97% (-2.55pct)、研发费用率 0.28% (-0.13pct)、财务费用率 5.08% (+1.64pct)。

图 5：锦江酒店毛利率和净利率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

图 6：锦江酒店各项费用率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

## 1.3 酒店经营数据情况

21Q3 境内中端酒店 RevPAR 已恢复至 2019 年同期 78.43%，经济型酒店 RevPAR 已恢复至 2019 年同期 73.51%，整体 RevPAR 已恢复至 2019 年同期 82.3%。其中经济型酒店 157.07 元 (+13.64%) / OCC58.97%

(-7.87pct) /RevPAR92.38 元 (+0.26%); 中端酒店 ADR249.63 元 (+6.49%) /OCC67.09% (-11.94pct) /RevPAR185.26 元 (-9.6%)。

## 2. 投资建议及盈利预测

酒店经营与复苏情况与当地及周边疫情形势直接相关。后疫情时代，龙头酒店集团市场集中度将持续提升。年内公司维持高速开店，定增获批持续优化业务结构，预计未来两年存量酒店数量达到 15000 家，未来存量房+新增房布局不断提高。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.3\1.24\1.71，对应公司 10 月 29 日收盘价 54 元，2021-2023 年 PE 分别为 181.5\43.7\31.6，维持“增持”评级。

## 3. 风险提示

宏观经济增速放缓或出现剧烈波动风险；公司经营成本上升风险；居民消费需求不及预期风险；疫情持续扩散风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	9,418	9,634	10,646	11,952	<b>营业收入</b>	9,898	11,976	14,970	17,216
现金	6,793	7,472	8,220	9,206	营业成本	7,350	8,024	8,982	10,157
应收账款	1,673	1,557	1,815	2,125	营业税金及附	115	36	45	52
其他应收款	596	265	265	265	销售费用	675	719	973	1,085
预付账款	220	222	227	233	管理费用	2,296	2,635	3,144	3,443
存货	73	75	76	78	财务费用	359	263	329	379
其他流动资产	63	44	44	44	资产减值损失	(70)	(1)	(1)	(1)
<b>非流动资产</b>	29,218	30,211	30,521	31,237	公允价值变动	70	0	0	0
长期投资	657	789	828	911	投资净收益	814	100	100	100
固定资产	7,075	7,782	7,938	8,176	<b>营业利润</b>	278	400	1,598	2,201
无形资产	7,212	7,284	7,357	7,430	营业外收入	73	0	0	0
其他非流动	14,275	14,356	14,398	14,720	营业外支出	47	1	1	1
<b>资产总计</b>	38,637	39,846	41,167	43,189	<b>利润总额</b>	304	400	1,598	2,201
<b>流动负债</b>	7,817	7,105	7,062	7,024	所得税	64	100	399	550
短期借款	1,016	1,036	1,057	1,078	<b>净利润</b>	240	300	1,198	1,651
应付账款	1,787	1,805	1,823	1,842	少数股东损益	130	15	15	15
其他流动负	5,014	4,263	4,182	4,104	<b>归属母公司净利</b>	110	285	1,183	1,636
<b>非流动负债</b>	17,114	16,863	17,003	17,128	EBITDA	1,193	1,593	2,824	3,447
长期借款	14,540	14,685	14,832	14,981	EPS (元)	0.10	0.30	1.24	1.71
其他非流动	2,573	2,177	2,170	2,147					
<b>负债合计</b>	24,931	23,967	24,065	24,151					
少数股东权	997	350	350	350					
股本	958	958	958	958					
资本公积	7,866	437	437	437					
留存收益	3,896	3,929	3,961	3,994					
归属母公司股东	12,710	15,529	17,102	19,038					
<b>负债和股东权</b>	38,637	39,846	41,167	43,189					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金</b>	152	380	852	1,217
净利润	110	285	1,183	1,636
折旧摊销	1,303	105	105	105
财务费用	341	(6)	(10)	(10)
投资损失	(814)	(100)	(100)	(100)
营运资金变动	966	81	(341)	(428)
其他经营现	(1,755)	15	15	15
<b>投资活动现金</b>	939	(1,333)	(1,050)	(1,050)
资本支出	0	(900)	(900)	(900)
长期投资	(155)	(250)	(250)	(250)
其他投资现	1,094	(183)	100	100
<b>筹资活动现金</b>	(220)	(1,551)	(781)	(835)
短期借款	997	(430)	(430)	(430)
长期借款	424	40	40	40
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增	0	0	(50)	(50)
其他筹资现	(1,641)	(1,161)	(341)	(395)
<b>现金净增加额</b>	871	(2,504)	(980)	(668)

主要财务比率				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-34.45	21.00%	25.00%	15.00
营业利润	-84.25	44.20%	299.10	37.75
归属于母公司净	-89.91	158.53	315.24	38.24
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	25.74%	33.00%	40.00%	41.00
净利率(%)	1.11%	2.38%	7.90%	9.50%
ROE(%)	1.75%	1.89%	7.01%	8.67%
ROIC(%)	7.80%	8.40%	8.70%	9.10%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	64.53%	60.15%	58.46%	55.92
净负债比率(%)	17.33%	6.34%	0.15%	-5.41%
流动比率	1.20	1.36	1.51	1.70
速动比率	1.20	1.35	1.50	1.69
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.26	0.31	0.37	0.41
应收账款周转	8.86	10.12	10.54	10.10
应付账款周转	5.22	6.67	8.25	9.40
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.30	1.24	1.71
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.36	0.80	1.14
每股净资产(最新摊薄)	11.88	14.51	15.98	17.79
<b>估值比率</b>				
P/E	524.3	181.5	43.7	31.6
P/B	4.5	3.7	3.4	3.0
EV/EBITDA	47.94	40.16	22.67	18.49



### 分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

