

中高端化稳步推进，境外环比改善

——锦江酒店 2021 年三季度报点评

事件：公司发布 2021 年三季度报，21Q3 公司实现营收 30.87 亿元/+6%yoy，归母净利润 0.92 亿元/+491%，扣非归母净利润 0.88 亿元同比扭亏（vs20Q3 亏损 0.26 亿元）。

核心观点

- **疫情扰动下经营韧性优于预期，海外业务环比改善明显。**公司 21Q3 实现营收 30.87 亿元/+6%yoy，恢复至 19 年同期 75%，21Q3 归母净利润 0.92 亿元/+491%yoy，扣非净利润 0.88 亿元同比扭亏，主因暑期疫情扰动；卢浮集团 21Q3 亏损 546 万欧元，较 Q1/Q2 亏损 2679/1409 万欧元明显收窄，主因海外多国放松疫情管控，21Q3 境外 revpar 恢复至 19 年同期 80%。若剔除卢浮集团，21Q3 境内业务净利润估算为 1.33 亿元，优于预期。**分结构看**，境内酒店收入 22.42 亿元/-0.5% yoy，其中前期服务费收入 2.10 亿元/+26% yoy，持续加盟费收入 7.83 亿元/+10% yoy；境外酒店收入 7.72 亿元/+39% yoy。
- **成本及费用率优化，整合后效率提升红利持续释放。**21Q3 营业成本环比 Q2 下降 12%，管理费用率同比下降 2.9pct 至 18%，主要得益于去年锦江中国区后形成内部资源整合，成本管控能力和中后台运营效率提升明显。财务费用率 4.1%/+1pct yoy，主因实施新租赁准则后计提利息费用。
- **门店扩张步伐稳健，结构优化带动整体 revpar 改善。**21Q3 新开业 485 家，关店（含转建筹）115 家，净新开 370 家，已开业门店突破万店。分结构看，经济型净新开 53 家，中高端净新开 317 家；前三季度新开店 1266 家、净新增 789 家。受疫情影响，Q3 境内整体 RevPAR139 元，恢复至 19 年同期 82%，其中中端酒店恢复至 19 年同期 78%，经济型酒店恢复至 19 年同期 74%。整体 RevPAR 恢复幅度大于经济型和中高端主要来源于结构优化，中端酒店占比已提升至 50.9%，拉高整体 RevPAR 水平。境外 RevPAR 受益于欧洲多国疫情管控放松，环比改善明显，恢复至 19 年同期 80%（vs21Q1/Q2 分别为 54%/49%）。
- **展望 Q4，近期全国多地再次出现疫情，预计行业 revpar 恢复仍将受到影响，但冬季本身为旅游淡季，本轮疫情对经营冲击或小于暑期疫情。**

财务预测与投资建议

- 由于局部疫情反复影响酒店业复苏，我们调整 2021-23 年 EPS 预测为 0.23/1.41/2.29 元（调整前为 0.95/1.44/2.01 元），2022 年 EBITDA 预测为 41.04 亿元，考虑到疫情对 2021 年业绩有较大影响，我们采用可比公司 2022 年 19.6 倍 EV/EBITDA 进行估值，对应目标价 77.18 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复影响行业复苏；新开店不及预期；中高端市场竞争加剧等

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,099	9,898	11,815	15,256	17,510
同比增长(%)	2.7%	-34.4%	19.4%	29.1%	14.8%
营业利润(百万元)	1,763	278	381	2,291	3,582
同比增长(%)	13.8%	-84.3%	37.1%	501.8%	56.3%
归属母公司净利润(百万元)	1,092	110	247	1,507	2,446
同比增长(%)	0.9%	-89.9%	124.1%	510.1%	62.3%
每股收益(元)	1.02	0.10	0.23	1.41	2.29
毛利率(%)	89.89%	25.74%	31.0%	40.8%	44.4%
净利率(%)	7.2%	1.1%	2.1%	9.9%	14.0%
净资产收益率(%)	8.4%	0.8%	1.9%	11.1%	16.2%
市盈率	52.1	516.4	230.4	37.8	23.3
市净率	4.3	4.5	4.4	4.0	3.6

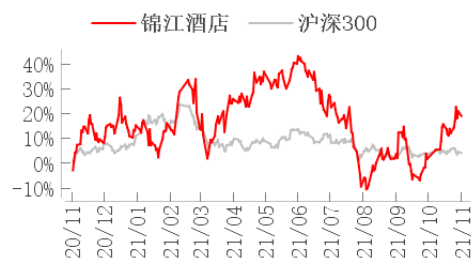
资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年11月01日)	53.19 元
目标价格	77.18 元
52周最高价/最低价	66.12/38.7 元
总股本/流通A股(万股)	107,004/107,004
A股市值(百万元)	56,916
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游
报告发布日期	2021年11月02日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	4.09	17.03	31.33	19.09
相对表现	7.83	14.68	34.44	14.75
沪深300	-3.74	2.35	-3.11	4.34



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520070001

联系人 彭博

pengbo3@orientsec.com.cn
张玉洁

zhangyujie@orientsec.com.cn
朱雨涵

zhuyuhan@orientsec.com.cn

相关报告

境内环比改善明显，beta 改善+α 价值凸 2021-04-14
显，重估值得期待

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

盈利预测与投资建议

盈利预测

由于今年下半年南京、福建等地疫情反复，我们对 2021-23 年盈利预测进行调整：

- 1) 疫情及政策管控造成商务出行和旅游受到较大影响，导致全国酒店三季度入住率出现大幅下滑、四季度恢复仍受到影响，因此下调 2021-23 年收入假设；
- 2) 酒店人员工资、租金、折旧等主要成本相对刚性，由于收入假设下调，导致 2021 年毛利率假设下降；
- 3) 疫情之下公司开店扩张计划稳步推进、中高端占比持续提高，未来加盟收入占比提升将带来整体盈利能力改善，小幅调高 2022-23 年毛利率假设；

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
分业务盈利预测						
经济型酒店营运及管理业务						
销售收入	13,724	15,901	17,508	11,558	14,994	17,242
变动幅度				-15.8%	-5.7%	-1.5%
毛利率	38.0%	40.2%	42.2%	31.0%	40.6%	44.3%
变动幅度				-6.9%	0.4%	2.1%
餐饮与食品业务						
销售收入	257	262	267	257	262	267
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	30.0%	50.0%	50.0%	30.0%	50.0%	50.0%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
其他业务						
销售收入	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
合计	13,981	16,163	17,775	11,815	15,256	17,510
变动幅度				-15.5%	-5.6%	-1.5%
综合毛利率	37.8%	40.3%	42.3%	31.0%	40.8%	44.4%
变动幅度				-6.8%	0.4%	2.0%

数据来源：东方证券研究所

表 2：主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,981	16,163	17,775	11,815	15,256	17,510
变动幅度				-15.5%	-5.6%	-1.5%
营业利润	1,582	2,346	3,145	381	2,291	3,582
变动幅度				-75.9%	-2.3%	13.9%
归属母公司净利润	1,015	1,544	2,151	247	1,507	2,446
变动幅度				-75.7%	-2.4%	13.7%
每股收益（元）	0.95	1.44	2.01	0.23	1.41	2.29
变动幅度				-75.7%	-2.4%	13.7%
毛利率(%)	37.8%	40.3%	42.3%	31.0%	40.8%	44.4%
变动幅度				-6.8%	0.4%	2.0%
净利率(%)	7.3%	9.6%	12.1%	2.1%	9.9%	14.0%
变动幅度				-5.2%	0.3%	1.9%

数据来源：东方证券研究所

投资建议

由于局部疫情反复影响酒店业复苏，我们调整 2021-23 年 EPS 预测为 0.23/1.41/2.29 元（调整前为 0.95/1.44/2.01 元），2022 年 EBITDA 预测为 41.04 亿元，考虑到疫情对 2021 年业绩有较大影响，我们采用可比公司 2022 年 19.6 倍 EV/EBITDA 进行估值，对应目标价 77.18 元，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值表

公司	代码	企业价值 EV (百万元)			EBITDA (百万元)			EV/EBITDA		
		2021/11/1	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E		
首旅酒店	600258	27,184	1,410	2,349	2,699	19.28	11.57	10.07		
精选国际酒店	CHH.N	8,582	372	412	449	23.07	20.84	19.13		
希尔顿酒店	HLT.N	48,500	1,610	2,370	2,748	30.12	20.46	17.65		
华住	HTHT.O	132,447	2,417	5,788	7,492	54.80	22.88	17.68		
万豪国际	MAR.O	62,529	2,192	3,278	3,869	28.53	19.07	16.16		
凯悦酒店	H.N	11,273	227	625	806	49.69	18.03	13.98		
调整后平均						32.85	19.60	16.37		

数据来源：wind，Bloomberg，东方证券研究所 注：除首旅单位为人民币外，其他为美元

风险提示

疫情反复影响行业复苏；新开店不及预期；中高端市场竞争加剧等

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	5,920	6,793	15,940	18,665	21,659	营业收入	15,099	9,898	11,815	15,256	17,510
应收票据及应收账款	1,157	1,076	997	1,372	1,652	营业成本	1,527	7,350	8,149	9,039	9,742
预付账款	211	220	217	278	343	营业税金及附加	164	115	118	153	175
存货	94	73	345	342	293	营业费用	7,689	675	827	992	1,051
其他	1,115	1,256	856	1,050	1,226	管理费用及研发费用	4,105	2,322	2,257	2,853	3,187
流动资产合计	8,496	9,418	18,356	21,707	25,173	财务费用	339	359	590	535	499
长期股权投资	502	657	657	657	657	资产减值损失	38	116	(18)	21	19
固定资产	6,432	5,863	5,863	5,761	5,627	公允价值变动收益	117	70	(30)	50	60
在建工程	505	459	481	503	524	投资净收益	242	814	169	177	185
无形资产	7,261	7,212	6,979	6,747	6,514	其他	167	434	350	400	500
其他	15,679	15,027	12,931	12,388	11,849	营业利润	1,763	278	381	2,291	3,582
非流动资产合计	30,378	29,218	26,911	26,055	25,171	营业外收入	48	73	52	58	61
资产总计	38,874	38,637	45,267	47,761	50,344	营业外支出	52	47	45	48	46
短期借款	19	1,016	1,016	1,016	1,016	利润总额	1,759	304	388	2,301	3,596
应付票据及应付账款	2,007	1,787	10,594	11,660	12,470	所得税	480	64	90	549	816
其他	5,589	5,014	5,086	4,970	4,822	净利润	1,279	240	298	1,752	2,780
流动负债合计	7,614	7,817	16,697	17,647	18,308	少数股东损益	187	130	51	245	334
长期借款	14,116	14,540	14,460	14,380	14,300	归属于母公司净利润	1,092	110	247	1,507	2,446
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.02	0.10	0.23	1.41	2.29
其他	2,788	2,573	152	152	152						
非流动负债合计	16,905	17,114	14,612	14,532	14,452	主要财务比率					
负债合计	24,518	24,931	31,309	32,179	32,761		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	1,101	997	1,047	1,292	1,626	成长能力					
股本	958	958	1,070	1,070	1,070	营业收入	2.7%	-34.4%	19.4%	29.1%	14.8%
资本公积	7,865	7,866	7,753	7,753	7,753	营业利润	13.8%	-84.3%	37.1%	501.8%	56.3%
留存收益	4,407	3,896	4,088	5,466	7,134	归属于母公司净利润	0.9%	-89.9%	124.1%	510.1%	62.3%
其他	25	(10)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	14,356	13,706	13,958	15,582	17,583	毛利率	89.9%	25.7%	31.0%	40.8%	44.4%
负债和股东权益总计	38,874	38,637	45,267	47,761	50,344	净利率	7.2%	1.1%	2.1%	9.9%	14.0%
						ROE	8.4%	0.8%	1.9%	11.1%	16.2%
						ROIC	5.0%	1.7%	2.4%	6.9%	9.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	63.1%	64.5%	69.2%	67.4%	65.1%
净利润	1,279	240	298	1,752	2,780	净负债率	65.7%	70.5%	5.8%	0.0%	0.0%
折旧摊销	1,166	981	1,253	1,278	1,305	流动比率	1.12	1.20	1.10	1.23	1.37
财务费用	339	359	590	535	499	速动比率	1.10	1.20	1.08	1.21	1.36
投资损失	(242)	(814)	(169)	(177)	(185)	营运能力					
营运资金变动	(111)	(689)	8,513	417	174	应收账款周转率	14.0	8.9	11.4	12.9	11.6
其它	206	74	(851)	(29)	(41)	存货周转率	16.9	88.4	39.0	26.3	30.7
经营活动现金流	2,638	152	9,634	3,776	4,533	总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4
资本支出	163	634	(422)	(422)	(422)	每股指标(元)					
长期投资	655	(155)	0	0	0	每股收益	1.02	0.10	0.23	1.41	2.29
其他	(1,704)	460	417	227	246	每股经营现金流	2.75	0.16	9.00	3.53	4.24
投资活动现金流	(886)	939	(4)	(194)	(175)	每股净资产	12.39	11.88	12.07	13.35	14.91
债权融资	(1,841)	172	163	(193)	(86)	估值比率					
股权融资	(179)	0	0	0	0	市盈率	52.1	516.4	230.4	37.8	23.3
其他	(1,176)	(393)	(646)	(664)	(1,278)	市净率	4.3	4.5	4.4	4.0	3.6
筹资活动现金流	(3,195)	(220)	(483)	(856)	(1,364)	EV/EBITDA	19.0	38.4	27.9	15.1	11.5
汇率变动影响	2	4	-0	-0	-0	EV/EBIT	29.6	97.6	64.0	22.0	15.2
现金净增加额	(1,441)	875	9,147	2,725	2,993						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn