

2021 三季度报点评: 境外业务持续复苏, 中高端战略持续推进

增持 (维持)

2021 年 11 月 03 日

证券分析师 汤军

执业证号: S0600517050001
021-60199793

tangji@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

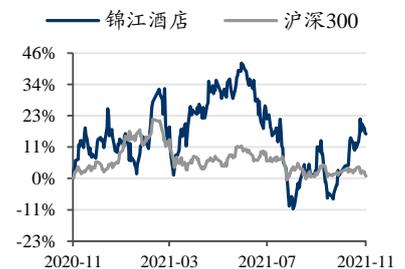
执业证号: S0600121070062
songxw@dwzq.com.cn

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	201	1,404	1,960
同比 (%)	-89.9%	82.0%	599.8%	39.6%
每股收益 (元/股)	0.10	0.19	1.31	1.83
P/E (倍)	508	279	40	29

投资要点

- **收入端复苏稳健, 利润因 Q3 疫情反复而承压。**公司 2021 年前三季度营收 83.5 亿元 (yoy+19.2%), 归母净利润 0.97 亿元 (yoy-67.8%), 扣非归母净利润-4,451 万元。2021Q3 单季营收 30.9 亿元 (yoy+6.0%), 归母净利润 0.92 亿元 (yoy+491.5%), 扣非归母净利润 8,845 万元, 同比扭亏;经营活动现金净流入达 7.98 亿元 (yoy+3.3%)。
- **Q3 大陆境外业务经营边际改善明显。**2021 年前三季度: 酒店业务实现营收 81.7 亿元 (yoy+19.5%), 其中:中国大陆境内营收 65.5 亿元 (yoy+22.9%), 占比整体达 80.2%, 中国大陆境外营收 16.2 亿元 (yoy+7.3%); 餐食业务实现营收 1.8 亿元 (yoy+10.6%), 主要系疫情防控稳健下经营改善所致。2021 年 3 季度: 公司酒店业务营收 30.3 亿元 (yoy+6.1%), 其中中国大陆境内、境外分别营收 22.4 亿元 (yoy-0.51%)、7.8 亿元 (yoy+31.29%), 大陆境内营收中前期服务费收入 2.1 亿元 (yoy+26.1%), 持续加盟费收入 7.8 亿元 (yoy+10.2%); 境外复苏持续, 营收占比整体提升至 25.9%。
- **费控稳健, 费用结构环比优化持续。**2021 年前三季度: 整体毛利率为 32.9% (yoy+10.6pct), 主要系营收提升所致, 销售费用率为 7.1% (yoy+1.1pct), 管理费用率为 20% (yoy-2.5pct), 财务费用率 5.1% (yoy+1.6pct)。2021Q3 单季: 毛利率 36.8% (环比 Q2+11.6pct), 管理费用率 18% (环比 Q2 下降 2pct), 财务费用率 4.1% (环比 Q2 下降 0.2pct)。疫情反复下费用结果持续优化, 整合成效渐显。
- **境内酒店同店表现仍低于疫前水平, Q3 单季境外 RevPAR 较 2020 年同期增长显著。**2021 年 1-9 月: 境内酒店同店 RevPAR 为 134.39 元 (yoy+21.41%, 较 2019 年同期-17.66%), 出租率 (OCC) 65.17% (yoy+7.44pct, 较 2019 年同期-10.72pct), 平均房价 (ADR) 206.22 元 (yoy+7.56%, 较 2019 年同期-4.12%)。其中中端酒店同店 RevPAR 恢复至 2019 年同期 83%; 经济酒店同店 RevPAR 恢复至 2019 年同期的 76.5%。2021Q3 单季: 大陆境内整体酒店 RevPAR 为 139.15 元 (环比 Q2-12.7%), 恢复至 2020 年同期 96.2%, 大陆境外 RevPAR 较 2020 年同期+31.1%。
- **中高端/加盟门店占比提升, 战略持续推进。**2021 前三季度净开酒店数量为 789 家, 其中中端/经济型酒店分别净开 763/26 家, 中高端品牌拓店强劲, 麗枫/维也纳/维也纳国际分别净开 122/131/113 家, 合计占中端净开门店比重达 48%。截至 2021 年 9 月底, 公司开业酒店共达到 10,195 家, 其中中端酒店 5,185 家, 占比达 50.9%; 加盟店达 9,279 家, 占比 91%; 签约酒店共 15,344 家, 中高端/轻资产战略持续推进。
- **盈利预测与投资评级:** 今年以来多地疫情反复致消费信心/需求承压, 展望 Q4, 10 月中旬爆发的疫情仍在全国范围内发酵, 尚未完全平复, 我们认为公司业绩亦将持续承压, 或有望在 2022 年好转。长期来看, 我们持续看好公司中高端化扩张潜力及经营效率提升带来的业绩弹性。现将公司 2021-23 年归母净利润下调至 2.0/14.0/19.6 亿元 (前值为 5.6/15.9/20.2 亿元), 2021-23 年归母净利润同比增速 82.0%/599.8%/39.6%, 当前股价对应动态 PE 279/40/29 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)	52.31
一年最低/最高价	38.70/66.19
市净率(倍)	3.35
流通 A 股市值(百万元)	47813.64

基础数据

每股净资产(元)	15.60
资产负债率(%)	64.26
总股本(百万股)	1070.04
流通 A 股(百万股)	914.04

相关研究

1、《锦江酒店 (600754): 2021 半年报点评: Q2 业绩略低市场预期, 国内复苏持续》2021-09-09

表 1: 2021 年 Q3 单季境内酒店经营数据

分类	平均房价 (元/间)			平均出租率 (%)			RevPAR (元/间)		
	2021Q3	2020Q3	同比增减	2021Q3	2020Q3	同比增减	2021Q3	2020Q3	同比增减
中端酒店	249.63	234.42	+6.5%	67.09	79.03	-11.94pct	167.48	185.26	-9.6%
经济型酒店	157.07	138.21	+13.6%	58.97	66.84	-7.87pct	92.62	92.38	+0.26%
合计	217.36	196.22	+10.8%	64.02	73.69	-9.67pct	139.15	144.59	-3.76%

注: 2021 年第三季度中国境内中端酒店 RevPAR 已恢复至 2019 年同期的 78.43%, 中国境内经济型酒店 RevPAR 已恢复至 2019 年同期的 73.51%, 中国境内整体平均 RevPAR 已恢复至 2019 年同期的 82.30%。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 2: 2021 年 Q3 单季境外酒店经营数据

分类	平均房价 (欧元/间)			平均出租率 (%)			RevPAR (欧元/间)		
	2021Q3	2020Q3	同比增减	2021Q3	2020Q3	同比增减	2021Q3	2020Q3	同比增减
中端酒店	68.44	67.39	+1.6%	48.62	31.57	+17.05pct	33.28	21.28	+59.39%
经济型酒店	54.10	52.27	+3.5%	58.78	49.17	+9.61pct	31.80	25.70	+23.74%
合计	57.27	55.07	+4.0%	56.19	44.56	+11.63pct	32.18	24.54	+31.13%

注: 2021 年第三季度境外中端酒店 RevPAR 已恢复至 2019 年同期的 77.80%, 境外经济型酒店 RevPAR 已恢复至 2019 年同期的 80.93%, 境外整体平均 RevPAR 已恢复至 2019 年同期的 79.82%。

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)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	9,418	15,194	17,926	17,177	营业收入	9,898	11,927	16,016	18,074
现金	6,793	12,610	13,530	13,956	减:营业成本	7,350	7,978	10,464	11,804
应收账款	1,076	1,054	2,146	1,397	营业税金及附加	115	179	160	181
存货	73	174	114	224	营业费用	675	1,164	684	562
其他流动资产	1,476	1,356	2,136	1,600	管理费用	2,296	2,385	2,402	2,350
非流动资产	29,218	36,959	35,431	33,957	财务费用	359	369	393	416
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	5,576	5,288	5,028	加:投资净收益	814	150	150	150
在建工程	459	442	493	462	其他收益	52	260	50	50
无形资产	7,212	6,924	6,644	6,362	营业利润	278	287	2,071	2,892
其他非流动资产	15,027	23,074	21,772	20,581	加:营业外净收支	26	0	0	0
资产总计	38,637	52,153	53,356	51,134	利润总额	304	287	2,071	2,892
流动负债	7,817	10,442	14,042	13,774	减:所得税费用	64	57	456	636
短期借款	1,016	684	794	757	少数股东损益	130	29	212	296
应付账款	1,787	1,995	2,656	3,246	归属母公司净利润	110	201	1,404	1,960
其他流动负债	5,014	7,764	10,592	9,770	EBIT	304	438	2,139	2,878
非流动负债	17,114	22,908	18,896	14,686	EBITDA	1,607	1,860	3,585	4,323
长期借款	14,540	11,559	8,093	4,366	重要财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
其他非流动负债	2,574	11,349	10,803	10,320	每股收益(元)	0.10	0.19	1.31	1.83
负债合计	24,931	33,350	32,938	28,460	每股净资产(元)	11.88	16.61	17.92	19.76
少数股东权益	997	1,026	1,238	1,534	发行在外股份(百万股)	958	1070	1070	1070
归属母公司股东权益	12,710	17,777	19,180	21,140	ROIC(%)	0.8%	0.8%	4.2%	6.0%
负债和股东权益	38,637	52,153	53,356	51,134	ROE(%)	1.8%	1.2%	7.9%	9.9%
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	25.7%	33.1%	34.7%	34.7%
经营活动现金流	152	3,617	4,363	4,925	销售净利率(%)	1.1%	1.7%	8.8%	12.5%
投资活动现金流	939	-369	270	170	资产负债率(%)	64.5%	63.9%	61.7%	55.7%
筹资活动现金流	-220	2,570	-3,713	-4,668	收入增长率(%)	-34.4%	20.5%	34.3%	12.9%
现金净增加额	875	5,817	920	427	净利润增长率(%)	-89.9%	82.0%	599.8%	39.6%
折旧和摊销	1,303	1,422	1,445	1,445	P/E	508	279	40	29
资本开支	688	1,365	1,198	808	P/B	4	3	3	3
营运资本变动	-604	1,634	1,113	944	EV/EBITDA	38	33	16	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>