

## 锦江酒店 (600754.SH)

### Q1 收入持平，疫情致业绩承压

**事件：** 2022年一季度公司实现收入 23.22 亿元/同比增长 0.97%，归母净利润亏损 1.2 亿元/上年同期亏损 1.83 亿元；扣非后归母净利润亏损 2.18 亿元/上年同期亏损 1.61 亿元

#### 点评：

- **1、疫情致国内业务下滑，境外卢浮亏损。** 22Q1 公司收入同比增长 0.97%，其中国内酒店下滑 8.2%，主要受疫情影响；国际酒店同比增长 46%，主要是去年同期疫情基数较低。归母净利润亏损 1.2 亿元，其中取得的动迁补偿收入和政府补助约 1 亿，扣非后归母净利润亏损 2.18 亿元/上年同期亏损 1.61 亿元，主要是国内疫情导致亏损加剧，以及国外的政府补助减少。
- **2、上海疫情冲击，Q1 同店 RevPAR 下滑 14%。** Q1 锦江国内整体酒店入住率/平均房价/RevPAR 同比增长-8.1pct/3.6%/-10.7%，较 2019Q4 增长-19.7pct/0.8%/-27.4%；开业满 18 个月的成熟酒店同店入住率/平均房价/RevPAR 同比增长-9.3pct/1.4%/-14.4%，表现弱于首旅 (-10.5%) 和华住 (-8.9%)，主要因 2-3 月深圳、上海疫情爆发封城，锦江酒店多分布于广东和长三角地区，受疫情影响较大。
- **3、开业速度同比下降，2022 年预计开业 1500 家。** 22Q1 公司新开业酒店 232 家，开业退出酒店 88 家，净增开业酒店 144 家，其中直营酒店减少 4 家，加盟酒店增加 148 家，较 21Q1 (新开业酒店 347 家，净开业 157 家) 下降，或因疫情影响。截止 3 月底，公司已开业酒店 10757 家，已开业客房数 103 万间，其中中档占比 61%，此外，公司国内签约和待开业酒店 4870 家，环比提升。
- **4、国内酒店受疫情回落，卢浮大幅减亏。** 2021 年公司酒店业务实现收入 22.6 亿元/同比增长 1.3%，其中大陆境内酒店实现收入 16.9 亿元/同比下降 8.2%，大陆境外实现收入 5.7 亿元/同比增长 46.1%。
- **1) 锦江系：** Q1 锦江原有业务实现收入 4.1 亿元/同比下降 7.5%，归母净利润亏损 8625 万元/上年同期亏损 6112 万元，主要是因为疫情，锦江国际旅馆投资公司业绩大幅亏损 6851 万元，同时锦江都城由盈转亏。
- **2) 铂涛系：** Q1 铂涛集团实现营收 5.7 亿元/同比下降 12.2%，归母净利润亏损 1043 万元/上年同期盈利 1762 万元，主要因铂涛 7 天关店或疫情影响，旗下丽枫/喆啡/希岸/欢朋等酒店达到 911/420/451/235 家，Q1 增加 15/9/13/16 家。
- **3) 维也纳：** Q1 维也纳酒店实现营收 7.1 亿元/同比下降 5.2%，归母净利润 5606 万元/同比下滑 21.13%，主要受新冠疫情影响，中档酒店 RevPAR 下降 17%。截止 3 月末，维也纳国际/维也纳智好/维也纳酒店/维也纳 3 好已开业酒店 877/208/1194/352 家，Q1 增加 23/2/25/20 家。

**风险因素：** 宏观经济风险；汇率波动；并购整合不达预期；境内外疫情风险

## 强烈推荐-A (维持)

消费品/商业

目标估值：60.00 元

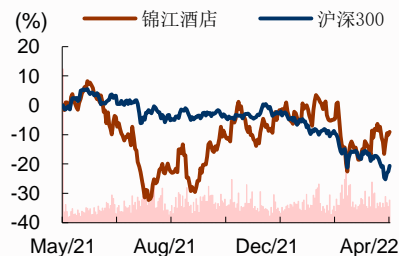
当前股价：53.7 元

### 基础数据

总股本 (万股)	107004
已上市流通股 (万股)	91404
总市值 (亿元)	575
流通市值 (亿元)	491
每股净资产 (MRQ)	15.4
ROE (TTM)	1.0
资产负债率	63.7%
主要股东	上海锦江资本股份有限公司
主要股东持股比例	45.05%

### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	2	-11
相对表现	14	20	12



资料来源：公司数据、招商证券

### 相关报告

- 1、《锦江酒店 (600754) — 国外卢浮大幅减亏，预计 22 年收入增长 20%-25%》2022-04-02
- 2、《锦江酒店 (600754) — 锦江国际私有化锦江资本，加速酒店业务整合》2021-11-25
- 3、《锦江酒店 (600754) — 国内业务逆势维稳，国外卢浮大幅减亏》2021-11-04

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

李秀敏 S1090520070003

lixiumin1@cmschina.com.cn

4) 卢浮系: Q1 国外卢浮实现营收 5.7 亿元/同比增长 46.1%, 净利润亏损约 1.67 亿元, 同比小幅减亏, 净利润改善幅度不及收入或因政府补助减少。Q1 卢浮酒店入住率为 47.7%/同比增长 11.4pct, 平均房价 54 欧元/同比增长 12%, RevPAR 为 26 欧元/同比增长 47%, 其中中档酒店 RevPAR 增长 57%, 使得收入大幅增长。

5、毛利率同比下降, 会计准则扰动期间费用。Q4 公司毛利率 23.3%/下降 14.4pct, 主要是关闭部分直营店, 加盟占比提升; 销售费用率 6.8%/下降 14.5pct, 管理费用率 20.6%/上涨 2.3pct, 主要是费用优化与会计准则影响, 部分租赁费用计入折摊并计算利息支出; 财务费用 1.1 亿元/同比下降 33%, 环比 21Q4 持平。

6、投资建议: 受一季度各地疫情影响, 公司国内酒店收入持平利润下滑, 国外酒店经营好转但补贴减少, 整体小幅减亏, 业绩表现符合预期。目前国内疫情反复, 短期政策以清零为主, 疫情有望在 5 月得到控制, 后续政府将加紧疫苗与特效药的普及, 建设方仓医院, 居家治疗手册与分级诊疗机制, 准备可能要面对的“全面放开”。长期来看, 19 年以来酒店存量缩减, 新增供给减少, 存量酒店的经营快速改善, 叠加公司升级优化, RevPAR 迎来上行周期, 预计锦江 22/23 年归母净利润 4.7/19.2 亿, 对应 PE 123x/30x, 给予“强烈推荐-A”投资评级。

表 1: 2022 年 Q1 锦江国内酒店经营情况

项目	出租率 (%)			均价 (元/间)			RevPAR (元/间)		
	2021Q1	2022Q1	同比%	2021Q1	2022Q1	同比%	2021Q1	2022Q1	同比%
所有开业酒店	70.5%	34.0%	-36.5%	204	200	-2.1%	144	68	-52.7%
——自营店	68.1%	29.9%	-38.3%	156	151	-3.2%	106	45	-57.6%
——加盟店	73.6%	38.1%	-35.5%	260	236	-9.0%	191	90	-52.9%
开业 18 个月以上酒店的同店	73.4%	39.4%	-34.0%	222	213	-3.8%	163	84	-48.3%
——经济型	69.4%	37.8%	-31.6%	170	170	-0.2%	118	64	-45.7%
——中高端	77.8%	41.2%	-36.6%	272	257	-5.7%	212	106	-50.1%

注: 开业 18 个月以上酒店的同店增长为估算值。资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 2022 年 Q1 锦江国外酒店经营情况

项目	出租率 (%)			均价 (元/间)			RevPAR (元/间)		
	2021Q1	2022Q1	同比%	2021Q1	2022Q1	同	2021Q1	2022Q1	同比%
所有开业酒店	36.3%	47.7%	11.4%	48.6	54.4	12.0%	17.6	26.0	47.3%
——经济型	37.7%	48.8%	11.1%	46.0	51.1	11.1%	17.4	25.0	43.7%
——中高端	32.2%	44.6%	12.4%	56.9	64.8	13.8%	18.3	28.9	57.5%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 2022 一季度末锦江开业情况

	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	5,659	53%	629,514	61%
经济型酒店	5,098	47%	403,216	39%
全部酒店	10,757	100%	1,032,730	100%
其中: 直营店	917	9%	102,762	10%
加盟店	9,840	91%	929,968	90%

资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 锦江酒店一季度收入利润拆分

	营业收入			归属净利润		
	2021Q1	2022Q1	同比 (%)	2021Q1	2022Q1	同比 (%)
国内酒店	184,312	169,143	-8.23%	2,759	-4,062	-247.22%
——锦江	43,913	40,621	-7.50%	-6,112	-8,625	41.12%
——铂涛 (持股 93%)	65,331	57,366	-12.19%	1,762	-1,043	-159.19%
——维也纳 (持股 80%)	75,068	71,156	-5.21%	7,109	5,606	-21.13%

		营业收入			归属净利润		
国外卢浮	39,153	57,210	46.12%	-18,753	-16,730	10.79%	
餐饮及其他(总部管理费用、财务费用、减持金融资产收益、公允价值变动损益、收购溢价摊销等)	6,506	5,856	-10.00%	-2,276	8,790	-486.22%	
合计	229,971	232,209	0.97%	-18,270	-12,002	-34.31%	

资料来源：公司公告、招商证券

表 3: 公司业绩摘要 (单位: 百万元)

单位: 百万元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	2020	2021
一、营业总收入	2,189	1,901	2,912	2,895	2,300	2,963	3,087	2,990	2,322	9,898	11,339
二、营业总成本	2,526	2,481	2,842	3,088	2,643	2,837	2,947	2,934	2,668	10,938	11,360
其中: 营业成本	1,418	2,085	1,936	1,911	1,432	2,215	1,951	1,859	1,781	7,350	7,458
营业税金及附加	11.6	51.7	63.6	-12.2	11.8	51.0	51.6	9.6	12.3	114.7	124
销售费用	564	-265	122	253	491	-146	248	294	159	675	887
管理费用	429	541	606	720	523	590	555	654	585	2,296	2,321
其中: 研发费用	23.6	-12.2	17.6	-3.0	14.4	-2.1	11.1	-5.4	11.0	25.9	18.0
财务费用	72.8	77.1	90.9	118.4	169.9	127.7	126.6	116.2	114.3	359.2	540.4
资产减值损失	-0.3	-1.5	0.0	-68.7	0.0	0.0	0.0	-2.2	-2.7	-70.5	-2.2
三、其他经营收益	376.0	370.8	13.7	123.1	130.9	36.5	18.4	-18.8	100.7	883.6	167.0
公允价值变动收益	-215.5	223.5	-9.5	71.0	-1.8	-1.3	-22.6	-31.5	-2.7	69.6	-57.2
投资收益	591.4	147.3	23.2	52.1	132.6	37.9	41.0	12.7	103.4	814.0	224.2
资产处置收益	-1.1	-4.2	-0.4	-15.2	-1.1	7.2	0.5	20.3	79.6	-20.9	20.7
其他收益	21.8	344.9	59.3	29.0	26.6	227.0	37.0	373.3	24.2	455.0	410.3
四、营业利润	59	132	122	-35	-187	397	197	170	-141	278	577
加: 营业外收入	8.4	28.9	14.8	20.4	9.5	20.0	13.7	15.1	15.1	72.6	58.3
减: 营业外支出	4.3	15.9	5.3	21.2	8.1	6.0	3.9	12.9	2.5	46.6	30.9
五、利润总额	63	145	131	-36	-185	411	207	172	-129	304	605
减: 所得税	-91	-1	66	90	-41	155	60	132	-38	64	305
六、净利润	154	145	66	-125	-144	255	148	40	-91	240	299
减: 少数股东损益	-16	31	50	65	39	68	56	36	29	130	199
七、归属母公司净利润	171	115	16	-191	-183	187	92	4	-120	110	101
EPS	0.18	0.12	0.02	-0.20	-0.17	0.18	0.09	0.00	-0.11	0.12	0.10
主要比率											
毛利率	35.2%	-9.7%	33.5%	34.0%	37.7%	25.2%	36.8%	37.8%	23.3%	25.7%	34.2%
主营税金率	0.5%	2.7%	2.2%	-0.4%	0.5%	1.7%	1.7%	0.3%	0.5%	1.2%	1.1%
销售费率	25.8%	-13.9%	4.2%	8.7%	21.3%	-4.9%	8.0%	9.8%	6.8%	6.8%	7.8%
管理费	20.7%	27.8%	21.4%	24.8%	23.3%	19.9%	18.3%	21.7%	25.7%	23.5%	20.6%
营业利润率	2.7%	6.9%	4.2%	-1.2%	-8.1%	13.4%	6.4%	5.7%	-6.1%	2.8%	5.1%
实际税率	-143.1%	-0.6%	50.1%	-251.4%	22.2%	37.8%	28.7%	76.6%	29.5%	21.0%	50.5%
净利率	7.0%	7.7%	2.2%	-4.3%	-6.3%	8.6%	4.8%	1.3%	-3.9%	2.4%	2.6%
YoY											
收入增长率	-34%	-50%	-30%	-24%	5%	56%	6%	3%	1%	-34%	15%
营业利润增长率	-86%	-71%	-73%	-108%	-415%	202%	62%	-587%	24%	-84%	108%
净利润增长率	-53%	-55%	-82%	-148%	-193%	76%	125%	-132%	37%	-81%	25%

资料来源：公司公告、招商证券

表

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	9418	9600	7322	9550	10941
现金	6793	6433	4991	6690	7749
交易性投资	1	2	3	4	5
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1076	1552	886	1174	1353
其它应收款	596	640	438	580	669
存货	73	77	77	102	118
其他	879	896	926	999	1047
<b>非流动资产</b>	29218	38663	36604	35197	33881
长期股权投资	657	637	750	950	1174
固定资产	5863	5125	4200	3065	1905
无形资产商誉	18715	17708	17832	17598	17361
其他	3983	15193	13822	13585	13441
<b>资产总计</b>	<b>38637</b>	<b>48263</b>	<b>43926</b>	<b>44747</b>	<b>44822</b>
<b>流动负债</b>	7817	12262	10726	11328	11104
短期借款	1016	869	5958	5028	3849
应付账款	1787	1073	1044	1379	1588
预收账款	945	796	918	1216	1402
其他	4068	9524	2806	3705	4265
<b>长期负债</b>	17114	18665	17099	16282	15218
长期借款	14540	7994	6994	5994	4994
其他	2573	10671	10105	10288	10224
<b>负债合计</b>	<b>24931</b>	<b>30927</b>	<b>27825</b>	<b>27610</b>	<b>26322</b>
股本	958	1070	1070	1070	1070
资本公积金	7855	12562	8703	8703	8703
留存收益	3896	2979	4204	5115	6288
少数股东权益	997	725	2123	2248	2439
归属于母公司所有者权益	12710	16612	13977	14888	16061
<b>负债及权益合计</b>	<b>38637</b>	<b>48263</b>	<b>43926</b>	<b>44747</b>	<b>44822</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1141	8873	2574	4820	4678
归母净利润	240	299	564	2114	2768
折旧摊销	1489	1449	1368	1265	1178
财务费用	359	540	297	241	173
投资收益	(7)	(7)	(7)	(2)	(2)
营运资金变动	(610)	(1496)	890	954	584
其它	(331)	8087	(539)	248	(23)
<b>投资活动现金流</b>	(285)	(3897)	1052	511	539
资本支出	(309)	(7377)	873	333	339
其他投资	24	3479	179	178	200
<b>筹资活动现金流</b>	17	(5336)	(5068)	(3632)	(4158)
借款变动	1101	(1063)	(2436)	(1930)	(2179)
普通股增加	0	112	0	0	0
资本公积增加	(34)	4707	(3859)	0	0
股利分配	72	(193)	(451)	(1078)	(1405)
其他	(1121)	(8899)	1678	(623)	(575)
<b>现金净增加额</b>	<b>873</b>	<b>(360)</b>	<b>(1442)</b>	<b>1700</b>	<b>1059</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>总营业收入</b>	9898	11339	13087	17335	19982
营业成本	7350	7458	7255	9585	11036
营业税金及附加	115	124	143	190	219
营业费用	675	887	1011	1321	1503
管理费用	2296	2321	3913	3441	3591
研发费用	26	18	20	22	24
财务费用	359	540	297	241	173
资产减值损失	(116)	(12)	27	65	40
公允价值变动收益	70	(57)	50	50	0
其他收益	434	431	150	150	150
投资收益	814	224	120	202	226
<b>营业利润</b>	278	577	741	2872	3771
营业外收入	73	58	40	40	40
营业外支出	47	31	5	5	5
<b>利润总额</b>	304	605	776	2907	3806
所得税	64	305	212	793	1039
少数股东损益	130	199	97	192	293
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>110</b>	<b>101</b>	<b>467</b>	<b>1922</b>	<b>2475</b>

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-34%	15%	15%	32%	15%
营业利润	-84%	108%	28%	287%	31%
归母净利润	-81%	25%	89%	275%	31%
<b>获利能力</b>					
毛利率	25.7%	34.2%	44.6%	44.7%	44.8%
净利率	2.4%	2.6%	4.3%	12.2%	13.9%
ROE	1.7%	1.9%	3.4%	12.7%	15.5%
ROIC	-1.2%	1.7%	2.3%	7.6%	10.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	64.5%	64.1%	63.3%	61.7%	58.7%
净负债比率	42.6%	31.9%	29.5%	24.6%	19.7%
流动比率	1.2	0.8	0.7	0.8	1.0
速动比率	1.2	0.8	0.7	0.8	1.0
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转率	22.1	24.9	23.6	26.7	25.1
应收账款周转率	2.5	3.4	3.4	3.6	3.4
应付账款周转率	1.0	1.3	1.7	2.0	1.9
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.12	0.10	0.44	1.80	2.31
每股经营现金	1.19	8.29	2.41	4.50	4.37
每股净资产	14.31	16.20	15.05	16.01	17.29
每股股利	0.06	0.06	0.26	1.05	1.36
<b>估值比率</b>					
PE	466.6	555.9	122.9	29.9	23.2
PB	3.8	3.3	3.6	3.4	3.1
EV/EBITDA	68.3	33.7	31.2	16.4	13.9

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

丁浙川，商业团队首席分析师，布里斯托大学金融硕士、电子科技大学工学学士，曾任职于华泰证券研究所，2019年加入招商证券，善于前瞻性地从行业发展趋势发现投资机会，团队覆盖领域包括互联网电商、本地生活、免税酒店餐饮旅游、商贸零售等，2019-2020年Wind金牌分析师零售行业第一名，2021年choice最佳分析师零售行业第一名。

李秀敏，社会服务业分析师，浙江大学/复旦大学金融学学士/硕士，2018年6月加入招商证券，重点覆盖本地生活、免税、餐饮、酒店板块。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。