

锦江酒店 (600754.SH)

Q2 环比减亏，境内外经营稳步恢复

核心观点:

- **事件:** 公司发布 2022 年半年度业绩预亏公告, 预计 22H1 实现归母净利润-1.5 亿元至-1.1 亿元, 扣非净利润-2.83 亿元至-2.43 亿元。其中 22Q1 实现归母净利润-1.20 亿元, 扣非净利润-2.18 亿元; 预计 22Q2 实现归母净利润-0.3 亿元至 0.1 亿元, 扣非净利润-0.65 亿元至-0.25 亿元, 环比减亏明显。
- **疫情影响峰值已过, 国内酒店经营进入复苏通道。** 22 年上半年, 国内上海、北京、深圳多地疫情反复, 出行需求受到明显抑制, 公司短期业绩承压。在受疫情影响最深的江浙沪地区, 公司客房数占比约为 15%, 其中上海占比约 4%。STR 显示, 酒店整体经营恢复与疫情节奏保持一致, 4 月经营见底, 5 月略有恢复, 6 月以来随着上海解封、常态化核酸及隔离政策边际放松, 行业将进入加速复苏通道。
- **欧洲夏季旅游需求创新高, 公司境外酒店业务有望加速复苏。** 公司境外酒店业务为卢浮集团, 深耕欧洲酒店市场。1Q22, 公司境外业务收入 5.72 亿元, 收入占比 25%, 亏损 1.69 亿元。22Q1 境外整体 RevPAR 恢复至 19 年同期的 80%, 其中平均房价 54.39 欧元/间, 基本与 19 年持平。STR 显示, 6-7 月欧洲酒店复苏势头强劲, 入住率将达到 19 年同期的 94%。随着欧洲今年夏季的休闲旅游需求创新高, 差旅需求也有待释放, 公司境外酒店业务有望加速复苏。
- **盈利预测与投资建议:** 6 月以来, 随着出行防疫政策的放松, 叠加暑期出游需求提振, 国内酒店行业将进入快速复苏通道, 看好下半年公司业绩恢复。预计 22-24 年归母净利润分别为 3.1、18.0 和 23.2 亿元, 参考可比公司估值, 给予公司 23 年 40 倍 PE, 对应的合理价值为 67.20 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示。** 疫情超预期影响行业复苏, 公司内部整合效果不及预期等。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	9,898	11,339	12,411	17,939	20,653
增长率 (%)	-34.4	14.6	9.5	44.5	15.1
EBITDA (百万元)	1,148	3,358	2,817	4,557	5,074
归母净利润 (百万元)	110	101	313	1,802	2,321
增长率 (%)	-89.9	-8.7	210.6	476.5	28.8
EPS (元/股)	0.12	0.09	0.29	1.68	2.17
市盈率 (P/E)	447.89	623.18	212.28	36.82	28.58
ROE (%)	0.9	0.6	1.9	9.9	11.7
EV/EBITDA	51.40	23.89	29.18	17.39	15.03

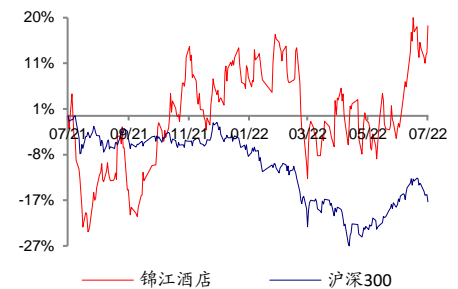
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	62.00 元
合理价值	67.20 元
前次评级	买入
报告日期	2022-07-18

相对市场表现



分析师:

洪涛



SAC 执证号: S0260514050005



SFC CE No. BNV287



021-38003654



hongtao@gf.com.cn

分析师:

嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

请注意, 嵇文欣并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

锦江酒店 (600754.SH): 疫情致境内短期承压, 境外加速恢复? 2022-05-01

锦江酒店 (600754.SH): 境外经营快速恢复, 境内拓店维持高速 2022-03-30

盈利预测与投资建议

我们将公司业务拆分成酒店业务和餐饮与食品业务两个板块，其中酒店业务为公司核心业务，盈利预测的相关假设如下：

酒店业务可以分为境内酒店和境外酒店业务，进一步拆分门店数量和RevPAR。

境内酒店：（1）门店数量方面，截至2021年底，锦江在中国境内拥有629家直营店和8726家加盟店。锦江门店结构持续优化，直营店的数量逐年减少，19-21年的净增门店数分别为-27、-57、-12家。综合考虑公司后续打造品牌旗舰店进而提升品牌形象的情况，预计22-24年的净增直营店为-10、-10、-5家。19-21年的公司净增加盟店数分别为1101、974、1229家。根据公司22年的开店指引，预计22-24年的净增加盟店为1300、1500、1800家。

（2）ADR方面，公司近年来持续推进产品迭代升级，对于房价的提升有明显的作用。产品升级对ADR的推动作用，很大程度上减轻了疫情对房价的抑制。境内锦江加盟店20-21年的ADR分别为197.4、211.3元，均高于19年的196.4元。因此，我们预计锦江境内直营店和加盟店22-24年ADR的增速均为3.0%、5.0%、3.0%。

（3）OCC方面，考虑到22H1以来的疫情暴发，预计22年OCC的恢复将会放缓。同时，随着防疫政策逐渐宽松，23年OCC有望加速恢复至19年水平。因此，我们预计锦江酒店直营店22-24年的OCC增速分别为-2.5pct、+12.0pct、+4.0pct，加盟店为-3.9pct、+10.0pct、+4.0pct。

境外酒店：（1）门店数量方面，截至2021年底，锦江在境外拥有292家直营店和966家加盟店。预计22-24年锦江境外净增直营店分别为4、2、2家；净增加盟店为-5、-5、-5家。

（2）ADR方面，随着欧洲防疫政策的放开，境外酒店业务的RevPAR快速恢复。21年Q3-Q4，境外酒店的ADR已经完全恢复至19年水平。因此，我们预计22年的ADR水平将会小幅超过19年水平，预计23-24年的ADR增幅为5%、3%。

（3）OCC方面，参考21年下半年以来的恢复情况，叠加欧洲防疫政策放松后的旅游需求复苏，我们预计22-24年境外直营酒店OCC同比+12.9pct、+17pct、+2pct；加盟酒店OCC同比+9.0pct、+8.0pct、+2pct。

公司作为国内酒店龙头，品牌、渠道、会员、管理优势显著。疫情以来，公司加速了中国区业务的整合，开店维持较快增长。总体来看，6月以来，随着出行防疫政策的放松，叠加暑期出游需求提振，国内酒店行业将进入快速复苏通道，看好下半年公司业绩恢复。预计22-24年归母净利润分别为3.1、18.0和23.2亿元，参考可比公司估值，给予公司23年40倍PE，对应的合理价值为67.20元/股，维持“买入”评级。

表 1: 核心假设与盈利预测

单位: 百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9,898	11,339	12,411	17,939	20,653
YoY	-34.4%	14.6%	9.5%	44.5%	15.1%
(1) 酒店业务					
营业收入	9,648	11,090	12,154	17,675	20,381
YoY	-35.0%	14.9%	9.6%	45.4%	15.3%
其中: 境内酒店收入	7,811	8,800	9,809	13,628	15,780
YoY	-27.3%	12.7%	11.5%	38.9%	15.8%
境外酒店收入	1,837	2,290	3,758	4,190	4,498
YoY	-55.2%	24.6%	64.1%	11.5%	7.4%
(2) 餐饮与食品业务					
营业收入	249.0	249.1	256.6	264.3	272.2
YoY	-1.5%	0.0%	3.0%	3.0%	3.0%
(3) 其他业务					
营业收入	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 2: 可比公司盈利预测与估值 (截至 2022 年 7 月 16 日)

股票代码	公司名称	归母净利润增速				PE			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600258.SH	首旅酒店	111.23%	460.13%	220.53%	29.63%	526.28	80.87	25.23	19.46
301073.SZ	君亭酒店	5.28%	79.35%	101.86%	38.38%	74.87	120.13	59.51	43.01
01179.HK	华住集团-S	78.79%	160.90%	735.90%	41.68%	-	295.15	35.31	24.92

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (注: 可比公司估值取 wind 一致预期)

风险提示

- (1) 疫情超预期影响行业复苏;
- (2) 公司内部整合效果不及预期;
- (3) 公司直营店改造进度不及预期。

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	9,418	9,600	10,260	12,592	14,868
货币资金	6,793	6,433	7,324	8,705	10,532
应收及预付	1,296	1,660	1,311	1,839	2,059
存货	73	77	86	119	136
其他流动资产	1,256	1,430	1,538	1,928	2,140
非流动资产	29,218	38,663	38,323	38,081	37,815
长期股权投资	657	637	787	987	1,187
固定资产	5,863	5,125	4,960	4,773	4,556
在建工程	459	483	400	375	356
无形资产	7,212	6,708	6,858	7,008	7,158
其他长期资产	15,027	25,710	25,318	24,938	24,558
资产总计	38,637	48,263	48,583	50,673	52,683
流动负债	7,817	12,262	13,377	15,083	16,120
短期借款	1,016	869	1,239	749	679
应付及预收	1,793	1,082	1,382	1,919	2,190
其他流动负债	5,008	10,311	10,756	12,415	13,251
非流动负债	17,114	18,665	17,565	16,465	15,365
长期借款	14,540	7,994	6,994	5,994	4,994
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,573	10,671	10,571	10,471	10,371
负债合计	24,931	30,927	30,942	31,547	31,484
股本	958	1,070	1,070	1,070	1,070
资本公积	7,866	12,571	12,571	12,571	12,571
留存收益	3,896	2,979	3,241	4,480	6,236
归属母公司股东权益	12,710	16,612	16,874	18,113	19,869
少数股东权益	997	725	768	1,013	1,330
负债和股东权益	38,637	48,263	48,583	50,673	52,683

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	9,898	11,339	12,411	17,939	20,653
营业成本	7,350	7,458	8,349	11,585	13,221
营业税金及附加	115	124	136	196	226
销售费用	675	887	993	1,148	1,280
管理费用	2,296	2,321	2,830	3,193	3,635
研发费用	26	18	35	42	33
财务费用	359	540	305	238	152
资产减值损失	-70	-2	-55	-42	-30
公允价值变动收益	70	-57	0	0	0
投资净收益	814	224	245	355	408
营业利润	278	577	414	2,519	3,257
营业外收支	26	27	30	40	40
利润总额	304	605	444	2,559	3,297
所得税	64	305	89	512	659
净利润	240	299	355	2,047	2,638
少数股东损益	130	199	43	246	317
归属母公司净利润	110	101	313	1,802	2,321
EBITDA	1,148	3,358	2,817	4,557	5,074
EPS (元)	0.12	0.09	0.29	1.68	2.17

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	152	2,069	4,258	6,058	5,965
净利润	240	299	355	2,047	2,638
折旧摊销	1,303	2,426	2,748	2,782	2,816
营运资金变动	-592	-973	977	1,244	658
其它	-799	316	178	-15	-147
投资活动现金流	939	-3,986	-2,172	-2,155	-2,096
资本支出	-688	-538	-2,647	-2,677	-2,672
投资变动	1,377	-21	-20	-82	-82
其他	250	-3,427	495	605	658
筹资活动现金流	-220	935	-1,194	-2,523	-2,041
银行借款	8,613	2,192	-630	-1,490	-1,070
股权融资	0	4,978	0	0	0
其他	-8,833	-6,236	-564	-1,033	-971
现金净增加额	875	-1,023	891	1,381	1,827
期初现金余额	5,912	6,787	6,433	7,324	8,705
期末现金余额	6,787	5,764	7,324	8,705	10,532

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	-34.4%	14.6%	9.5%	44.5%	15.1%
营业利润增长	-84.3%	107.9%	-28.3%	508.6%	29.3%
归母净利润增长	-89.9%	-8.7%	210.6%	476.5%	28.8%
获利能力					
毛利率	25.7%	34.2%	32.7%	35.4%	36.0%
净利率	2.4%	2.6%	2.9%	11.4%	12.8%
ROE	0.9%	0.6%	1.9%	9.9%	11.7%
ROIC	-0.4%	1.1%	0.1%	3.5%	4.3%
偿债能力					
资产负债率	64.5%	64.1%	63.7%	62.3%	59.8%
净负债比率	181.9%	178.4%	175.4%	164.9%	148.5%
流动比率	1.20	0.78	0.77	0.83	0.92
速动比率	1.17	0.77	0.75	0.81	0.90
营运能力					
总资产周转率	0.26	0.23	0.26	0.35	0.39
应收账款周转率	9.20	7.31	10.43	10.74	11.06
存货周转率	136.05	147.72	144.43	150.44	151.78
每股指标 (元)					
每股收益	0.12	0.09	0.29	1.68	2.17
每股经营现金流	0	2	4	6	6
每股净资产	13.27	15.52	15.77	16.93	18.57
估值比率					
P/E	447.89	623.18	212.28	36.82	28.58
P/B	3.88	3.77	3.93	3.66	3.34
EV/EBITDA	51.40	23.89	29.18	17.39	15.03

广发批零与社会服务行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。
- 嵇文欣：资深分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 李旭东：高级分析师，复旦大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：高级分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 王薇：高级研究员，武汉大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。