

**分析师：刘文正**

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

研究助理：饶临风

执业证号：S0100121100024

电话：15951933859

邮箱：raolinfeng@mszq.com

➤ **公司发布 2022 年一季报：**①22Q1 实现营收 23.22 亿元/YoY+0.97%(较 2019 年同期-30.4%)，归母净利润-1.20 亿元，较上年同期减亏 0.63 亿元，扣非归母净利润-2.18 亿元，较上年同期亏损增加 0.57 亿元，非经常性损益中动迁补偿收入 8966.42 万元，政府补助 2101.24 万元；②22Q1 经营活动产生的现金净流入为 0.91 亿元，同比转正；③有限服务酒店业务实现营收 22.63 亿元/YoY+1.29%，其中境内实现营收 16.91 亿元/YoY-8.23%，境外实现营收 5.72 亿元/YoY+46.12%。

➤ **分结构来看，卢浮持续减亏，维也纳构成核心业绩支撑。**①分板块：酒店 22Q1 实现营收 22.63 亿/+1.29%，食品饮料 5856 万元/YoY-9.82%；②分区域：酒店板块内，境内业务 22Q1 实现营收 16.91 亿/YoY-8.23%；境外 22Q1 实现收入 8085 欧元/YoY+61.22%。③分项目：酒店板块内，22Q1 境内酒店合并营业收入中前期加盟费达到 1.01 亿元/-29.13%，持续加盟及劳务派遣服务收入 6.87 亿元/+3.09%。④子公司：卢浮/铂涛/维也纳/锦江 收入分别为 5.6 亿/5.7 亿/7.1 亿/3.9 亿，同比分别+61.2%/-12.2%/-5.2%/-10.2%；分别实现净亏损-1.66 亿（去年同期亏损-2.06 亿，减亏 4000 万）/归母净亏损 1043 万元（去年同期净利润 1762 万元）/净利润 7008 万元（同比-21.1%）/净亏损 8634 万元（去年同期净亏 6112 万元）。

➤ **结构升级助力对冲疫情冲击，境外经营稳步复苏。**①**境内全口径：**2022Q1RevPAR 为 104.41 元/YoY-10.7%（恢复至 19 年同期 72.62%），平均房价为 205.50 元/YoY+3.6%（较 19 年同期+0.8%），入住率为 50.81%/YoY-13.8pct（较 19 年同期-19.7pct）；其中，境内中端酒店 RevPAR 恢复至 19 年同期 64.65%，经济型酒店 RevPAR 恢复至 19 年同期 65.46%；境内 Q1 疫情致经营承压，结构升级对疫情冲击形成明显对冲。②**境外全口径：**2022Q1 全口径 RevPAR 为 25.95 欧元/YoY+47.3%（恢复至 19 年同期 79.77%），平均房价为 54.39 欧元/YoY+12.0%（较 19 年同期-2.2%），入住率为 47.72%/YoY+31.5pct（较 19 年同期-18.9pct）；其中，境外中端酒店 RevPAR 恢复至 2019 年同期的 82.37%，经济型酒店 RevPAR 恢复至 2019 年同期的 79.22%，境外经营进一步复苏。③**境内同店：**RevPAR 为 101.90 元/YoY-14.36%，平均房价为 200.98 元/YoY+1.37%，入住率为 50.7%/YoY-9.31pct。

推荐**维持评级****当前价格：****53.70 元****相关研究**

1. 锦江酒店 (600754) 2021 年年报点评：拓店持续强势，管理费用率改善，整合进一步深化
2. 锦江酒店(600754):管理层级减少集团运营效率提升，丽笙后续注入可期
3. 锦江酒店(600754):疫情致境内承压，境外显著复苏，盈利能力有所改善

图 1：17Q4-22Q1 锦江季度营业收入（亿元）



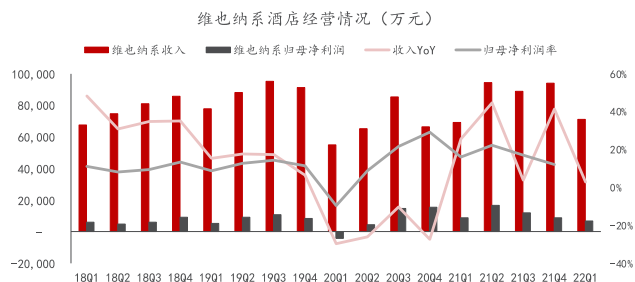
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2：17Q4-22Q1 锦江季度归母净利润（亿元）



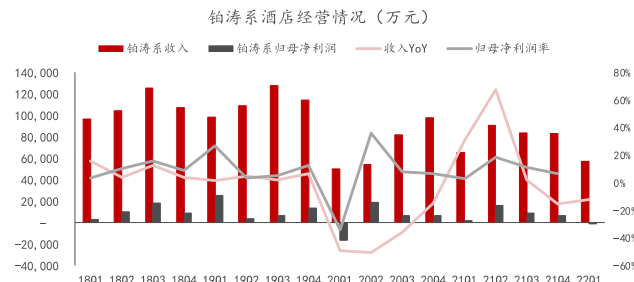
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 3：18Q1-22Q1 维也纳系经营情况（万元）



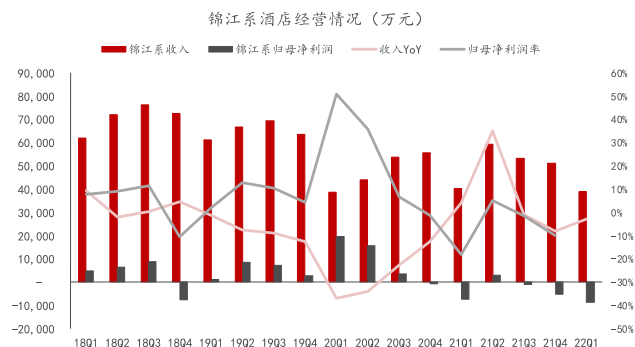
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 4：18Q1-22Q1 铂涛系经营情况（万元）



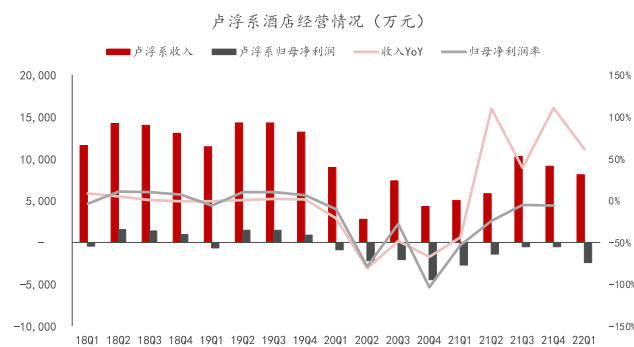
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 5：18Q1-22Q1 锦江系经营情况（万元）



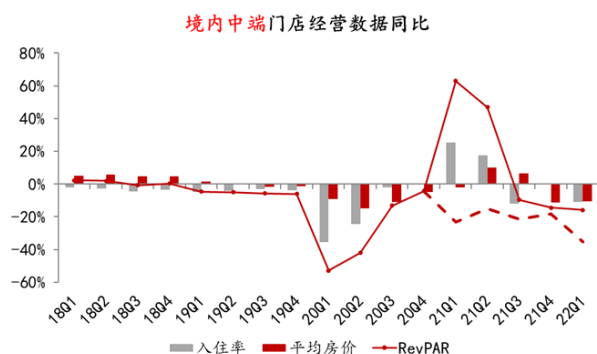
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 6：18Q1-22Q1 卢浮系经营情况（万元）



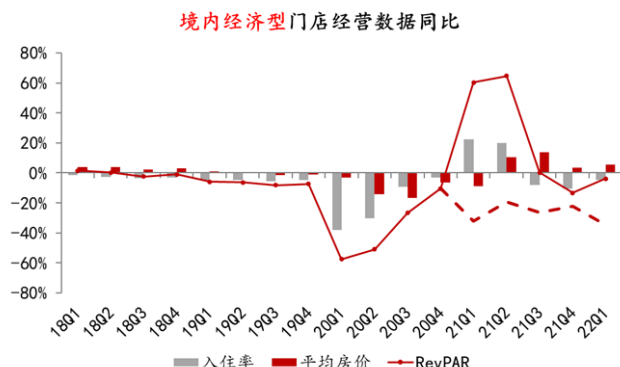
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 7：18Q1-22Q1 境内中端门店经营数据同比



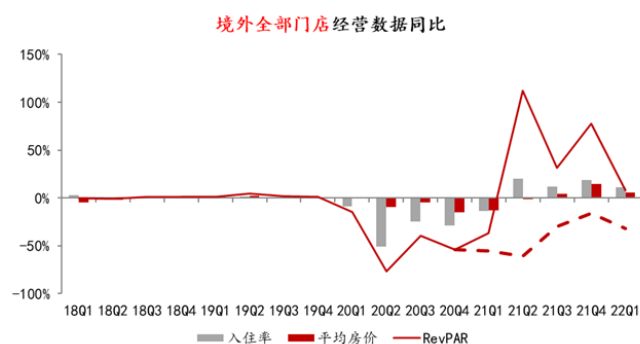
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 8：18Q1-22Q1 境内经济型门店经营数据同比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 9：18Q1-22Q1 境外全部门店经营数据同比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

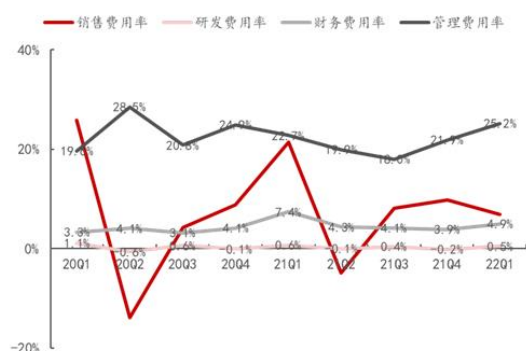
图 10：18Q1-22Q1 境内同店整体经营数据同比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

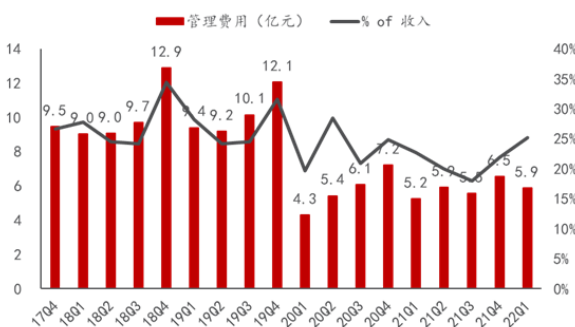
► **受疫情影响盈利能力下滑，控费水平总体稳定。**① 22Q1 锦江毛利率 23.3%，同比-14.4pct，受疫情影响，盈利能力有所下滑。②从绝对值来看，22Q1 管理费用达 5.85 亿，同比+12%；考虑到 21Q2/Q3/Q4 管理费用分别为 5.9/5.5/6.3 亿元，本季度管理费用在正常范围内。③营业成本+管理费用+销售费用三项之和为 25.2 亿，20Q1-21Q4，这一水平总体在 23.6 亿-28.1 亿之间，本季度总体花费亦在正常范围内。

图 11：2020-2022 年 Q1 公司费用率（%）



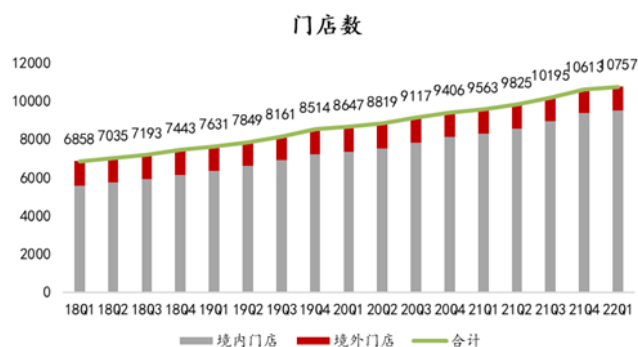
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 12：17Q4-22Q1 公司管理费用及占比

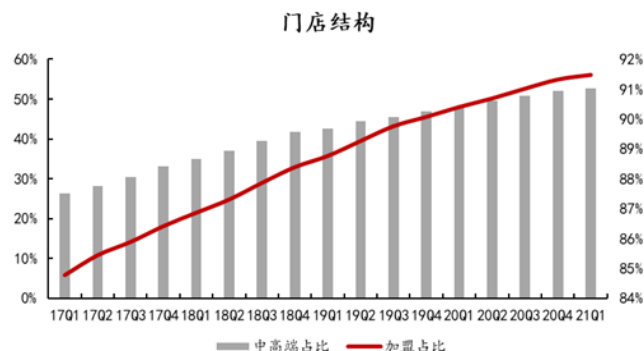


资料来源：公司公告，民生证券研究院

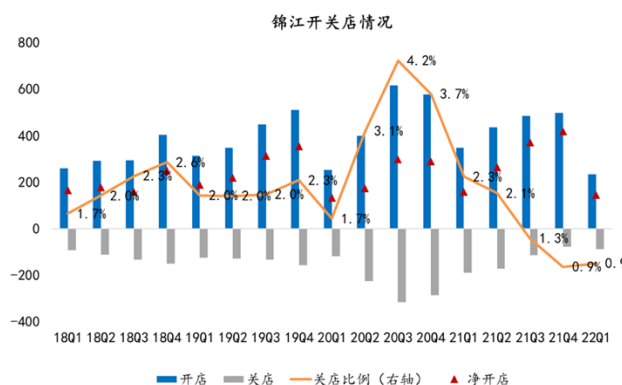
➤ **门店逆势稳健扩张，结构持续升级。**22Q1 门店新开 232 家（净开 144/退出 88），其中直营/加盟分别关 4/开 148 家，经济型/中高端分别净开 2/142 家，门店结构不断升级。权重品牌中，原铂涛系丽枫/喆啡/希岸/欢朋/潮漫分别净开 15/9/13/16/8 家，总体稳健，欢朋表现亮眼；维也纳系中，国际/维也纳酒店/维也纳三好分别净开 23/25/20 家，亦表现稳健。经济型品牌中 IU/派/白玉兰分别净开 11/8/1 家，七天净关 19 家，调整结果仍有待观察。截至 22Q1，境内开业酒店数量达 9509 家（环比+154 家），Pipeline 达 4793 家（环比+98 家）。

图 33：18Q1-22Q1 公司境内外门店数（家）


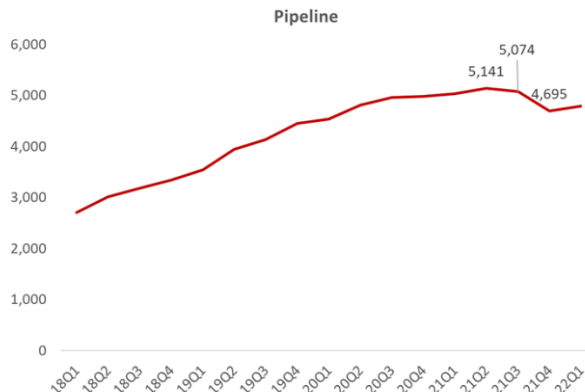
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 14：18Q1-22Q1 公司门店结构（%）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 15：18Q1-22Q1 锦江开店情况（家）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 16：18Q1-22Q1 公司 Pipeline 数量（家）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

➤ **投资建议：**伴随境内疫情形势趋稳，出行需求有望逐步复苏；叠加酒店存量供给历史性去化，后疫情时代酒店行业供需格局明显优化，新一轮景气周期即将开启。锦江资源优渥，品牌丰富、开店强势；20 年 5 月以来整合加速推进，平台效应凸显，费用率有望改善，释放盈利空间。考虑疫情对公司业绩的短期冲击，下调 22 年盈利预测，预计公司 2022-24 年归母净利润分别为 5.2/21.2/24.3 亿元，对应 PE 分别为 110x/27x/24x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**疫情反复超预期、拓店不及预期、管理费下降风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	11,339	11,255	15,690	16,468
增长率 (%)	14.6	0.3	37.9	3.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	101	524	2,115	2,426
增长率 (%)	-8.7	421.2	303.3	14.7
每股收益 (元)	0.09	0.49	1.98	2.27
PE	571	110	27	24
PB	3.3	3.2	2.8	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 04 月 29 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11339	11376	15690	16294
营业成本	7458	7394	8308	8636
营业税金及附加	124	124	126	130
销售费用	887	683	941	978
管理费用	2321	2275	3060	3096
研发费用	18	23	31	33
EBIT	932	877	3224	3422
财务费用	540	341	471	489
资产减值损失	-2	-18	-17	-13
投资收益	224	100	100	100
营业利润	577	797	3292	3779
营业外收支	27	26	26	26
利润总额	605	823	3318	3805
所得税	305	206	830	951
净利润	299	617	2489	2854
归属于母公司净利润	101	524	2115	2426
EBITDA	3358	5281	8397	8971

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6433	11136	12623	16328
应收账款及票据	1552	1336	1922	2007
预付款项	108	297	249	266
存货	77	138	120	131
其他流动资产	1430	1378	1669	1699
流动资产合计	9600	14285	16582	20431
长期股权投资	637	695	743	783
固定资产	5125	6114	7216	8440
无形资产	6708	6427	6110	5775
非流动资产合计	38663	38352	37926	37498
资产合计	48263	52637	54508	57929
短期借款	869	962	1031	1045
应付账款及票据	1073	2751	2281	2463
其他流动负债	10320	12306	12089	12460
流动负债合计	12262	16018	15401	15968
长期借款	7994	7994	7994	7994
其他长期负债	10671	10671	10671	10671
非流动负债合计	18665	18665	18665	18665
负债合计	30927	34683	34065	34633
股本	1070	1070	1070	1070
少数股东权益	725	818	1191	1619
股东权益合计	17337	17954	20442	23296
负债和股东权益合计	48263	52637	54508	57929

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	14.56	0.32	37.93	3.85
EBIT 增长率	700.30	-5.89	267.52	6.13
净利润增长率	-8.70	421.24	303.32	14.68
盈利能力 (%)				
毛利率	34.23	35.00	47.05	47.00
净利润率	2.64	5.42	15.86	17.52
总资产收益率 ROA	0.21	1.00	3.88	4.19
净资产收益率 ROE	0.61	3.06	10.99	11.19
偿债能力				
流动比率	0.78	0.89	1.08	1.28
速动比率	0.77	0.86	1.05	1.25
现金比率	0.52	0.70	0.82	1.02
资产负债率 (%)	64.08	65.89	62.50	59.79
经营效率				
应收账款周转天数	49.95	42.87	44.70	44.96
存货周转天数	3.76	6.81	5.26	5.53
总资产周转率	0.23	0.22	0.29	0.28
每股指标 (元)				
每股收益	0.09	0.49	1.98	2.27
每股净资产	16.20	16.78	19.10	21.77
每股经营现金流	1.93	8.06	5.44	7.62
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	571	110	27	24
PB	3.3	3.2	2.8	2.5
EV/EBITDA	22.32	13.32	8.21	7.27
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	299	617	2489	2854
折旧和摊销	2426	4404	5173	5549
营运资金变动	-973	3681	-1496	410
经营活动现金流	2069	8625	5818	8157
资本开支	-538	-3966	-4352	-4422
投资	-21	-58	-48	-40
投资活动现金流	-3986	-3924	-4300	-4362
股权募资	4978	0	0	0
债务募资	-1359	93	69	14
筹资活动现金流	935	1	-31	-90
现金净流量	-1023	4703	1487	3705

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001