

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

锦江酒店 (600754)

投资评级 增持

上次评级 增持

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

王越 社服&零售分析师

执业编号: S1500522110003

联系电话: 18701877193

邮箱: wangyue1@cindasc.com

相关研究

《锦江酒店(600754)公司深度报告: 万店龙头深度变革整合, 提质增效业绩空间广阔》, 2023/8/22

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

锦江酒店 23H1 业绩点评: 境内核心资产创业绩新高, 运营效益有改善, 海外亏损持续, 静待改革效能释放

2023年08月31日

事件: 公司发布 2023 年半年报。23H1 公司实现营收 68 亿元/+32% (同比 22H1, 下同), 对应归母净利润 5.2 亿元, 扣非归母净利润 3.7 亿元。

业绩拆分: 有限服务境内分部盈利 5.6 亿元创历史新高, 境外亏损超 3000 万欧元。

1) 23H1 有限服务酒店分部营收 66.91 亿元/+32%, 相比 19H1 变化-5%, 归母净利润 3.23 亿元(22H1 为-1.7 亿元, 相比 19H1-34%), 净利率 4.8%。

境内营收 46.61 亿元/+30%, 相比 19H1 变化-8%, 归母净利润 5.56 亿元 (同比+11174%, 相比 19 年+28%), 净利率 12%;

境外营收 2.7 亿欧元/+29%, 相比 19H1 变化+6%, 归母净利润亏损 3097 万欧元 (22 同期亏损 2441 万欧元, 19 同期盈利 750 万欧元)。

2) 23H1 餐饮分部营收 1.15 亿元 (同比+19%, 相比 19 年-1.2%), 归母净利润 2.18 亿元 (同比+186%, 相比 19 年+57%)。

3) 非经常性损益 1.5 亿元, 其中交易性金融资产价值变动损益 1.1 亿元, 收购 Wehotel 净损益 5077 万元。

核心公司拆分业绩: 铂涛与维也纳业绩创新高, 境外卢浮亏损相对严重。

1) 铂涛营收/利润分别为 17.5 亿元 (同比 19H1 变化-15.6%) /2.9 亿元 (同比 19H1 变化 +0.4%);

2) 维也纳营收/利润分别为 17.2 亿元 (同比 19H1 变化 +17.3%) /3.22 亿元 (同比 19H1 变化 +134.2%);

3) 卢浮营收/利润分别为 2.72 亿欧元 (同比 19H1 变化 +5.7%) /-0.25 亿欧元 (19 年 809 万欧元);

4) 锦江之星旅馆投资公司营收/利润分别为 4.07 亿元 (同比 19H1 变化 -31.9%) /0.24 亿元 (同比 19H1 变化 -63.4%);

5) 齐程网络科技营收/利润分别为 1.53 亿元 (相比 19 +12.1%) /0.49 亿元 (19 年亏损 329 万元)。

开发与运营数据: 提质升级, 上半年开发增速有所放缓, 境内 Q2 恢复显著, 境外恢复度稳定 110%, Q3 境内恢复度预计 115~120%。

1) 截止 23 年 6 月底, 公司开业门店 11941 家 (同比+8.8%, 3 年 CAGR11.1%), 客房总数 113.15 万间 (同比+7.7%, 3 年 CAGR9.8%);

上半年新开酒店 585 家 (同比+0.2%)，关店 204 家，净开店 381 家，其中直营店减少 42 家，加盟店增加 423 家。开业门店中经济型/中端酒店占比分别为 43%/57% (2019 年为 63%/27%)，经济型/中端酒店房间占比分别为 35%/65% (2019 年为 54%/46%)。

2) 境内运营数据: 23H1 RevPAR 161.31 元 (19 年同期的 106%)，Occ 65.21% (19 年同期的 89%)，ADR 247.37 元 (19 年同期的 119%)，其中经济型酒店 RevPAR 恢复度为 94%，中端酒店 RevPAR 恢复度为 93%。

境外运营数据 (欧元): 23H1 RevPAR 39.79 欧元 (19 年同期的 111%)，Occ 61.62% (19 年同期的 97%)，ADR 64.58 欧元 (19 年同期的 114%)，其中经济型酒店 RevPAR 恢复度为 109%，中端酒店 RevPAR 恢复度为 116%。

3) 境内酒店 7 月 RevPAR 为 2019 年同期的 116%，8 月 1-25 日 RevPAR 为 2019 年同期的 117%；境外酒店 7 月 RevPAR 为 2019 年同期的 113%。公司预计 2023 年第三季度境内整体平均 RevPAR 为 2019 年同期的 115%-120%；境外整体平均 RevPAR 为 2019 年同期的 110%-115%。

运营效益与盈利能力: 加盟板块毛利接近 70%，费用端有一定改善。

1) 有限服务分部直营店毛利率为 1.4% (同比+14pct, 22 年同期为-12.6%，2019 年同期为 11.1%)，加盟板块毛利率为 69.1% (同比+7.1pct, 22 年同期为 62%，2019 年同期为 62%)。

2) 有限服务分部经调整 EBITDA 11.31 亿元 (同比+181%，19 年同期为 14.6 亿元)，EBITDA 率为 16.90% (同比+8.93pct, 19 年同期为 21%)。

3) 公司整体费用率为 32.2% (22 年同期为 34.55%)，有限服务分部费用率为 19.52% (22 年同期为 21.87%，19 年同期为 19.55%)。

投资建议: 我们预计公司 2023-25 年归母净利润分别为 14/23/29 亿元，2023 年 8 月 31 日收盘价对应 PE29/18/14 倍。我们认为酒店行业经过过去三年加速进入历史新周期，治理改善与效益提升和精细化运营是大型酒店集团中期主线，未来 3~5 年时间维度重要看点在于改善的空间与斜率。公司今年以来在组织架构、考核标准、薪酬体系、会员体系以及精细化运营上有望实现质的突破，我们坚定看好龙头公司积累改革效能的释放潜力与弹性。

风险因素: 宏观经济增速放缓，酒店用工成本增加，海外业务管理风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	11,400	11,008	14,090	16,940	18,800
增长率 YoY %	15.2%	-3.4%	28.0%	20.2%	11.0%
归属母公司净利润(百万元)	96	113	1,398	2,318	2,881
增长率 YoY%	-13.2%	18.7%	1131.9%	65.8%	24.3%
毛利率%	34.3%	33.1%	32.7%	40.2%	42.4%
净资产收益率ROE%	0.6%	0.7%	8.0%	11.7%	12.7%
EPS(摊薄)(元)	0.09	0.11	1.31	2.17	2.69
市盈率 P/E(倍)	431.13	363.29	29.49	17.78	14.31
市净率 P/B(倍)	2.46	2.49	2.35	2.08	1.81

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 08 月 31 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	9,874	10,463	14,614	18,183	23,205	
货币资金	6,738	6,915	10,760	13,538	17,954	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,508	1,854	1,923	2,469	2,824	
预付账款	113	151	207	194	222	
存货	77	68	93	99	104	
其他	1,438	1,474	1,630	1,883	2,101	
非流动资产	38,726	36,968	36,212	36,314	36,255	
长期股权投资	550	477	517	567	627	
固定资产(合	5,125	4,918	5,012	4,999	4,885	
无形资产	6,728	6,851	7,067	7,174	7,176	
其他	26,323	24,722	23,617	23,574	23,567	
资产总计	48,601	47,431	50,827	54,497	59,460	
流动负债	12,343	11,811	13,809	14,312	15,281	
短期借款	869	149	249	449	749	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	1,088	1,315	1,792	1,731	1,944	
其他	10,387	10,346	11,769	12,132	12,589	
非流动负债	18,747	18,470	19,132	19,732	20,532	
长期借款	7,994	8,058	8,258	8,558	8,958	
其他	10,753	10,412	10,873	11,173	11,573	
负债合计	31,090	30,281	32,941	34,043	35,813	
少数股东权益	753	577	340	590	903	
归属母公司股东权益	16,757	16,573	17,545	19,864	22,744	
负债和股东权益	48,601	47,431	50,827	54,497	59,460	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	11,400	11,008	14,090	16,940	18,800	
同比(%)	15.2%	-3.4%	28.0%	20.2%	11.0%	
归属母公司净利润	96	113	1,398	2,318	2,881	
同比(%)	-13.2%	18.7%	1131.9	65.8%	24.3%	
毛利率(%)	34.3%	33.1%	32.7%	40.2%	42.4%	
ROE%	0.6%	0.7%	8.0%	11.7%	12.7%	
EPS (摊薄)(元)	0.09	0.11	1.31	2.17	2.69	
P/E	431.13	363.29	29.49	17.78	14.31	
P/B	2.46	2.49	2.35	2.08	1.81	
EV/EBITDA	23.74	28.21	18.17	11.10	8.83	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	11,40	11,008	14,090	16,940	18,800	
营业成本	7,487	7,364	9,478	10,126	10,825	
营业税金及附加	124	128	182	219	243	
销售费用	896	776	1,037	1,168	1,298	
管理费用	2,352	2,348	1,800	2,086	2,226	
研发费用	18	12	17	22	26	
财务费用	540	475	488	455	451	
减值损失合计	-2	-4	-6	-8	-10	
投资净收益	227	172	289	288	282	
其他	367	390	292	261	235	
营业利润	574	462	1,664	3,405	4,238	
营业外收支	28	33	20	20	20	
利润总额	602	495	1,684	3,425	4,258	
所得税	309	250	522	856	1,064	
净利润	292	245	1,161	2,569	3,193	
少数股东损益	197	132	-237	250	313	
归属母公司净利润	96	113	1,398	2,318	2,881	
EBITDA	3,370	2,790	2,985	4,708	5,546	
EPS (当年)(元)	0.09	0.11	1.31	2.17	2.69	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	2,123	2,238	3,623	3,125	4,367	
净利润	292	245	1,161	2,569	3,193	
折旧摊销	2,445	2,337	814	828	838	
财务费用	618	524	592	617	654	
投资损失	-227	-172	-289	-288	-282	
营运资金变动	-933	-303	1,524	-480	79	
其它	-72	-394	-179	-121	-114	
投资活动现金流	-4,023	232	449	-530	-398	
资本支出	-574	-482	-867	-691	-517	
长期投资	-21	672	-91	-127	-163	
其他	-3,427	42	1,408	288	282	
筹资活动现金流	922	-3,558	-260	183	446	
吸收投资	4,978	0	-398	0	0	
借款	2,192	5,659	300	500	700	
支付利息或股息	-612	-461	-656	-617	-654	
现金流净增加额	-1,017	-1,075	3,845	2,778	4,415	

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李文静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。