

锦江酒店 (600754.SH)

上半年国内主业净利润超 2019 年同期，三季度展望较积极

买入

核心观点

中报处于业绩预告区间内，上半年扣非净利润恢复超 2019 年同期。2023 年上半年，公司收入 68.06 亿元/+32.15%，归母/扣非净利润 5.23/3.73 亿元，同比扭亏，处于业绩预告区间内。与 2019H1 相比，公司收入恢复 95%，归母/扣非净利润恢复 92%/104%。单 Q2，公司实现营收 38.84 亿元/+42.76%，较 2019Q2 恢复 102%；归母/扣非净利润 3.93/2.81 亿元，较 2019Q2 恢复 144%/98%，国内净利润恢复超 2019 年同期，海外拖累。

上半年国内酒店净利润较 2019 年同期较快增长。上半年国内酒店 RevPAR 恢复 106%（中端和经济型各恢复 94%/93%），提价驱动为主，Q1/Q2 RevPAR 各恢复 103%/109%，Q2 环比提速；国内酒店收入较 2019H1 恢复 92%（Q1/Q2 各恢复 84%/99%），主要直营店较 19H1 末净关店 203 家部分对冲了加盟扩张贡献；归母净利润 5.56 亿元（其中整合 Wehotel 带来增量业绩贡献 0.51 亿元），较 2019H1 恢复约 128%；如剔除 2019H1 同期公允价值变动损益等，估算较 2019H1 增 60%-80%+，主要系加盟占比提升和部分费用优化等推动。上半年公司合计新开门/关店/净增 585/204/381 家，持续扩张。国内餐饮实现分部净利润 2.18 亿元，较 19H1 增 57%，主要系四地肯德基投资收益贡献（包括部分肯德基公允价值变动损益 1 亿+）。

通胀和加息影响下海外酒店承压增亏。海外酒店上半年 RevPAR 恢复 111%，收入恢复 103%；因通胀和加息影响（海外财务费用 2.21 亿元，较 19H1 增 172%），归母亏损 2.33 亿 RMB/同比增亏，而 19H1 为盈利 0.57 亿元。

公司预计三季度国内酒店 RevPAR 恢复 115-120%。公司国内酒店 7-8 月 RevPAR 估算恢复 116%-117%；海外酒店 7 月 RevPAR 恢复 113%。公司预计 Q3 国内酒店 RevPAR 恢复 115-120%；海外酒店恢复 110-115%，Q3 业绩增长仍有支撑。展望 Q4 及明年，国内酒店行业 RevPAR 复苏仍需结合出行需求复苏和供给恢复节奏综合判断。但公司系国内规模排名第一的酒店龙头，未来有望加速直营店升级和前中台全面整合，加速中线成长。同时，今年 6 月底，公司公告拟向卢浮增资 2 亿欧元，以部分降低后续财务费用压力，同时通过推进国内外平台打通强化其成本费用控制。

风险提示：收购整合前中后台改善低于预期，商誉减值、宏观系统性风险等。

投资建议：综合考虑海外经营拖累及 Q4 后续复苏节奏，我们下调 2023-2025EPS 至 1.23/1.69/2.23 元（此前为 1.29/1.88/2.33），对应 PE 33/24/18x。但公司系国内酒店规模第一，未来直营店升级和优化、国内外前中后台整合潜力释放和门店扩张等仍助力中线成长，维持“买入”。

公司研究·财报点评

社会服务·酒店餐饮

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn
证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiao@guosen.com.cn
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn
联系人：杨玉莹 0755-81982942 yangyuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 买入(维持)
 合理估值
 收盘价 40.20 元
 总市值/流通市值 43016/43016 百万元
 52 周最高价/最低价 68.06/39.47 元
 近 3 个月日均成交额 318.48 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《锦江酒店 (600754.SH) - 上半年扣非净利润已超 19 年同期 国内酒店业务持续向好》——2023-07-16
 《锦江酒店 (600754.SH) - 一季度国内酒店开启复苏，期待旺季提速与整合潜力释放》——2023-04-30
 《锦江酒店 (600754.SH) - 2022 年继续推进整合，期待 2023 年全面复苏成长》——2023-04-13
 《锦江酒店 (600754.SH) - 收购 Wehotel 强化前端整合，持续助力高质量发展》——2022-11-26
 《锦江酒店 (600754.SH) - 第三季度海外复苏加速，积极打造全球一流酒店集团》——2022-10-30

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,339	11,008	14,159	15,718	17,229
(+/-%)	14.6%	-2.9%	28.6%	11.0%	9.6%
净利润(百万元)	101	113	1313	1810	2413
(+/-%)	-8.7%	12.8%	1057.3%	37.8%	33.3%
每股收益(元)	0.09	0.11	1.23	1.69	2.26
EBIT Margin	4.7%	3.4%	16.4%	19.1%	21.9%
净资产收益率 (ROE)	0.6%	0.7%	7.7%	10.2%	12.8%
市盈率 (PE)	427.5	379.0	32.8	23.8	17.8
EV/EBITDA	62.4	75.5	24.5	20.2	17.2
市净率 (PB)	2.59	2.60	2.52	2.41	2.29

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

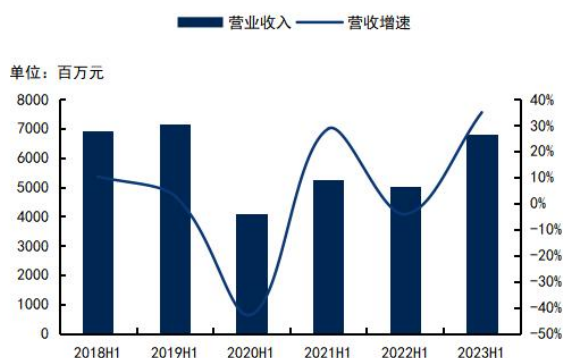
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

中报处于业绩预告区间内，上半年扣非净利润恢复超 2019 年同期。上半年，公司实现收入 68.06 亿元/+32.15%，归母/扣非净利润 5.23/3.73 亿元，同比扭亏为盈，处于业绩预告区间内（整体净利润 5.0–5.5 亿元，扣非净利润 3.7–4.2 亿元），扣非净利润略偏业绩预告下限。与 2019H1 相比，公司收入恢复 95%，归母/扣非净利润恢复 92%/104%。

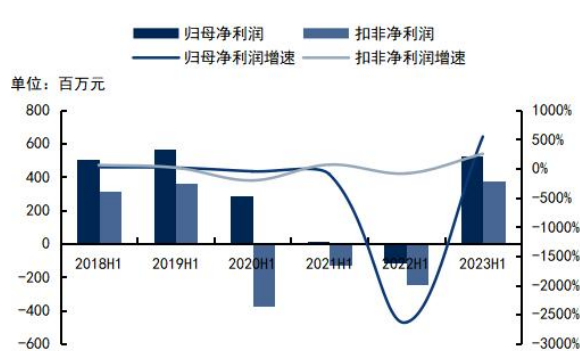
单 Q2，公司实现营收 38.84 亿元/+42.76%，较 2019Q2 恢复 102%；归母/扣非净利润 3.93/2.81 亿元，同比扭亏，较 2019Q2 恢复 144%/98%，国内净利润恢复超 2019 年同期，海外拖累。

图1：锦江酒店 2023H1 营业收入及增速



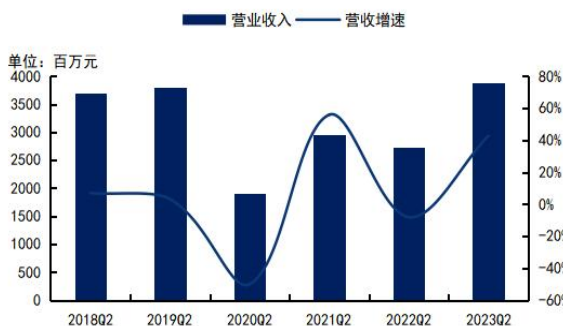
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：锦江酒店 2023H1 净利润及增速



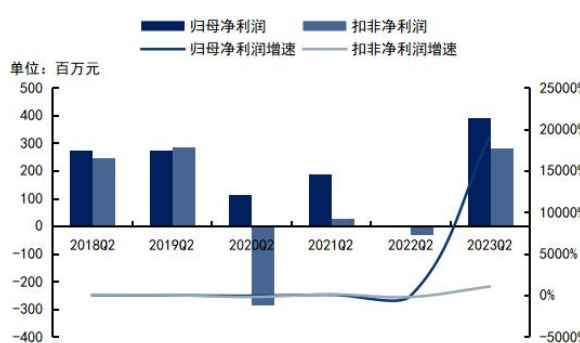
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：锦江酒店 2023Q2 营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图4：锦江酒店 2023Q2 净利润及增速



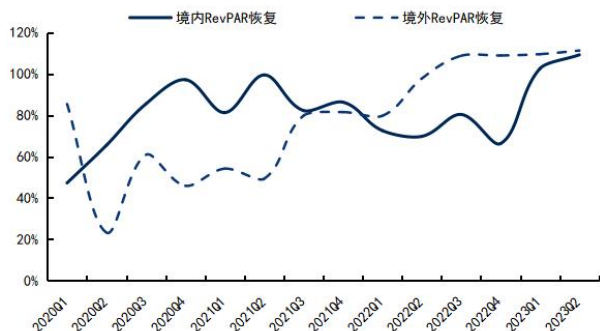
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

国内酒店：上半年 RevPAR 恢复 106%，净利润较疫情前大幅增长

上半年，国内酒店 RevPAR 恢复 106%（中端和经济型各恢复 94%/93%），其中 Q2 国内酒店 RevPAR 恢复 109%（中端和经济型各恢复 96%/100%），环比 Q1 整体恢复 103%（中端和经济型各恢复 90%/87%）略提速。

上半年境内酒店收入 46.61 亿元，较 2019H1 恢复 92%（2023H1 末较 2019H1 末直营店净关店 203 家等因素影响），其中 Q2 收入恢复 99%，环比 Q1 收入恢复 84% 有所提速。上半年国内酒店实现归母净利润 5.56 亿元（含整合 Wehotel 90% 股权带来的增量业绩贡献 0.51 亿元），较 2019H1 恢复约 128%；如剔除 2019H1 同期铂涛旗下因同程旅行上市带来的非经损益和摊销差异影响，国内酒店净利润估算较疫情前增长在 60–80%+，主要来自加盟占比的提升和后台费用优化。单 Q2 来看，估算公司国内酒店业绩 3.5 亿+，估算较 2019H1 保持较快增长。

图5: 锦江境内外酒店季度 RevPAR 恢复趋势



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 锦江酒店季度开店情况



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

其中，国内酒店首次加盟费收入 2.37 亿元/+8.85%，持续加盟费及劳务派遣服务收入 18.81 亿元/+38.67%，较 2019H1 分别恢复约 88%/281%。首次加盟费相对不及 2019 年同期，与会计确认口径变化和开店节奏相关。

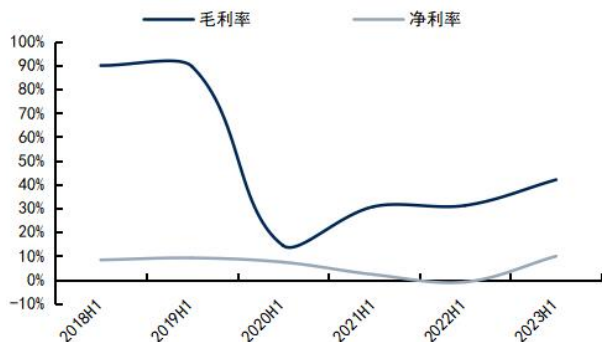
上半年海外酒店承压亏损拖累，同比增亏

上半年海外酒店 RevPAR 恢复 111%（Q1/Q2 均恢复 111%），收入恢复略超 2019H1，整体收入恢复 103%左右；但通胀和加息下亏损拖累较大，归母净利润亏损 0.31 亿欧元（折合 2.33 亿 RMB），相比疫情前转亏（2019H1 盈利 750 万欧元，折合 0.57 亿人民币）；其中上半年海外酒店业务财务费用高达 2.21 亿元，同比 2019H1 增 172%，拖累较大。

上半年，公司新开业酒店 585 家，开业退出酒店 204 家，净增开业酒店 381 家，其中直营酒店减少 42 家，加盟酒店增加 423 家。截至 2023 年 6 月 30 日，已经开业的酒店合计达到 11,941 家，已经开业的酒店客房总数达到 1,131,494 间，客房规模仍排名国内酒店第一。

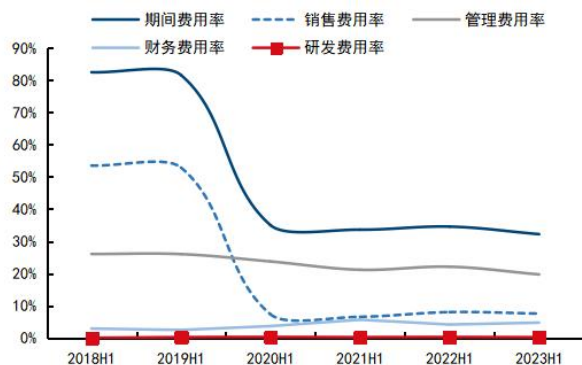
餐饮与食品业务：上半年收入 1.15 亿元/+19.00%，主要系团膳等贡献；实现净利润 2.18 亿元/+186.22%，较 2019H1 恢复 157%，主要系上海及苏锡杭肯德基投资收益贡献（包括无锡、苏州 KFC 特许经营授权延长带来的公允价值变动损益 1.1 亿贡献，剔除后预计尚未恢复到 2019H1 水平，主要系苏锡杭 KFC 成本法下，收益体现滞后一年等影响）。

图7: 锦江酒店毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 锦江酒店期间费用率变化情况

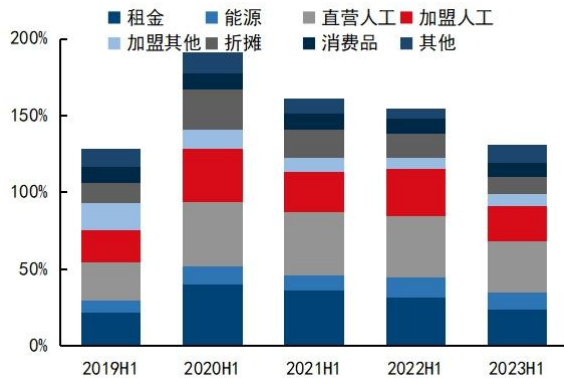


资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

从毛利率和期间费率来看，今年上半年毛利率 41.94%，同比提升 11.38pct，期间

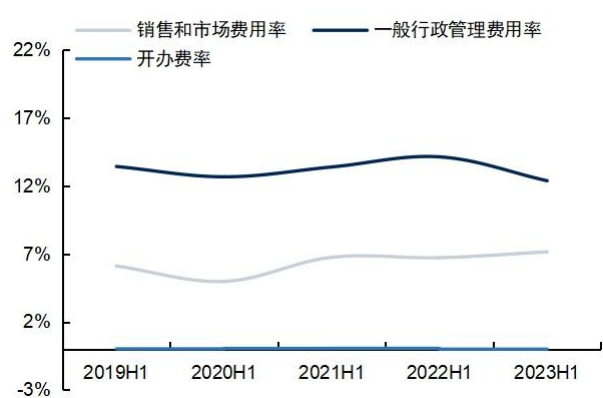
费用率 32.20%，同比下降 1.80pct；其中销售/管理/财务/研发费率 7.55%/19.91%/4.74%/0.21%，较去年同期-0.07/-2.11/0.38/0.07pct。

图9：有限服务酒店分部费率分解



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图10：有限服务酒店分部销售费用、行政管理、开办费率



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

公司预计三季度国内酒店 RevPAR 恢复 115-120%，展望较积极

公司国内酒店 7 月 RevPAR 恢复 116%，8 月按 BI 数据估算恢复 117%；境外酒店 7 月 RevPAR 恢复 113%。公司预计 Q3 国内酒店 REVPAR 恢复 115-120%；境外酒店恢复 110-115%，Q3 业绩增长仍有支撑。展望 Q4 及明年，国内酒店行业 RevPAR 复苏仍需结合出行需求复苏和供给恢复节奏综合判断。但公司系国内规模排名第一的酒店龙头，未来有望加速直营店升级和前中台全面整合，加速中线成长。同时，今年 6 月底，公司公告拟向卢浮增资 2 亿欧元，以部分降低后续财务费用压力，同时通过推进国内外平台打通强化其成本费用控制。

风险提示：收购整合前中后台改善低于预期，商誉减值、宏观系统性风险等。

投资建议：综合考虑海外经营拖累及 Q4 后续复苏节奏，我们下调 2023-2025 年 EPS 至 1.23/1.69/2.23 元（此前 2023-2025 年 EPS 为 1.29/1.88/2.33 元），对应 PE 33/24/18x。但公司系国内酒店规模第一，未来直营店升级和优化、国内外前中后台整合潜力释放和门店扩张等仍助力中线成长，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
			亿元	22E	23E	24E	25E	22E	23E	24E	25E	(22A)	(23E)		
600754.SH	锦江酒店	40.20	430.16	0.11	1.23	1.69	2.26	365	33	24	18	0.7	0.9	买入	
1179.HK	华住集团-S	32.30	980.27	-0.43	1.23	1.37	1.60	-	25	22	19	-18.5	1.7	买入	
600258.SH	首旅酒店	18.25	203.78	-0.52	0.72	1.05	1.23	-	25	17	15	-5.4	0.8	买入	
301073.SZ	君亭酒店	34.77	67.61	0.25	0.43	0.80	1.31	141	80	43	27	4.1	1.1	增持	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	6433	6915	9845	12433	15408	营业收入	11339	11008	14159	15718	17229
应收款项	2192	2560	2964	2303	2398	营业成本	7458	7364	8231	8943	9529
存货净额	77	68	237	445	747	营业税金及附加	124	128	156	173	190
其他流动资产	621	622	708	786	775	销售费用	887	776	920	897	887
流动资产合计	9600	10463	14009	16221	19584	管理费用	2321	2348	2517	2687	2836
固定资产	5608	5445	5683	6168	6602	研发费用	18	12	14	16	17
无形资产及其他	6708	6851	6578	6305	6032	财务费用	540	475	509	424	368
投资性房地产	25710	24195	24195	24195	24195	投资收益	224	172	119	135	115
长期股权投资	637	477	477	477	477	资产减值及公允价值变动	(55)	205	(40)	(40)	(40)
资产总计	48263	47431	50942	53367	56891	其他收入	399	169	(14)	(16)	(17)
短期借款及交易性金融负债	7394	6807	7079	7433	7394	营业利润	577	462	1891	2672	3476
应付款项	1073	1315	3232	4680	7474	营业外净收支	27	33	168	45	35
其他流动负债	3795	3688	4466	4444	4327	利润总额	605	495	2059	2717	3511
流动负债合计	12262	11811	14778	16558	19195	所得税费用	305	250	556	707	878
长期借款及应付债券	7994	8058	8058	7958	7858	少数股东损益	199	132	190	201	220
其他长期负债	10671	10412	10412	10412	10412	归属于母公司净利润	101	113	1313	1810	2413
长期负债合计	18665	18470	18470	18370	18270	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	30927	30281	33248	34928	37465	净利润	101	113	1313	1810	2413
少数股东权益	725	577	596	616	638	资产减值准备	(68)	2	0	0	0
股东权益	16612	16573	17098	17823	18788	折旧摊销	654	592	795	849	899
负债和股东权益总计	48263	47431	50942	53367	56891	公允价值变动损失	55	(205)	40	40	40
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	540	475	509	424	368
每股收益	0.09	0.11	1.23	1.69	2.26	营运资本变动	(4210)	1033	2037	1802	2289
每股红利	0.57	0.43	0.74	1.02	1.35	其它	(941)	(404)	19	20	22
每股净资产	15.52	15.49	15.98	16.66	17.56	经营活动现金流	(4410)	1132	4205	4521	5664
ROIC	1%	1%	6%	9%	12%	资本开支	0	(486)	(801)	(1101)	(1101)
ROE	1%	1%	8%	10%	13%	其它投资现金流	(23)	(19)	42	0	0
毛利率	34%	33%	42%	43%	45%	投资活动现金流	(3)	(345)	(759)	(1101)	(1101)
EBIT Margin	5%	3%	16%	19%	22%	权益性融资	(40)	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	9%	22%	24%	27%	负债净变化	(6546)	64	0	(100)	(100)
收入增长	15%	-3%	29%	11%	10%	支付股利、利息	(612)	(461)	(788)	(1086)	(1448)
净利润增长率	-9%	13%	1057%	38%	33%	其它融资现金流	18409	489	272	354	(39)
资产负债率	66%	65%	66%	67%	67%	融资活动现金流	4053	(304)	(516)	(832)	(1587)
息率	1.4%	1.1%	1.8%	2.5%	3.4%	现金净变动	(360)	483	2930	2587	2976
P/E	427.5	379.0	32.8	23.8	17.8	货币资金的期初余额	6793	6433	6915	9845	12433
P/B	2.6	2.6	2.5	2.4	2.3	货币资金的期末余额	6433	6915	9845	12433	15408
EV/EBITDA	62.4	75.5	24.5	20.2	17.2	企业自由现金流	0	1327	3726	3770	4915
						权益自由现金流	0	1880	3627	3711	4500

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032