

锦江酒店（600754）

品牌矩阵优化，规模效益量质齐升

投资评级

买入
首次评级

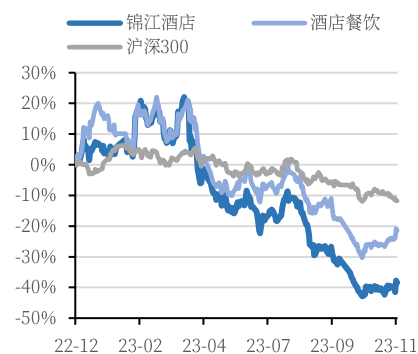
2023 年 12 月 01 日

收盘价(元): 33.49

公司基本数据

总股本(百万股)	1,070.04
总市值(百万)	35,835.78
流通股本(百万股)	914.04
流通市值(百万)	30,611.34
12 月最高/最低价(元)	68.06/30.88
资产负债率(%)	64.76
每股净资产(元)	15.75
市盈率(TTM)	34.57
市净率(PB)	2.13
净资产收益率(%)	5.79

股价走势图



作者

裴伊凡 分析师
SAC 执业证书: S0640516120002
联系电话: 010-59562517
邮箱: peiyf@avicsec.com

相关研究报告

◆ 收购集团高端酒管公司，布局多业态品牌发展。公司是锦江国际（集团）有限公司旗下品牌，成立于 1994 年，主要从事有限服务型酒店营运及管理、食品及餐饮业务。公司先后收购法国卢浮酒店集团、铂涛集团、维也纳酒店集团、丽笙酒店集团，战略投资法国雅高酒店集团统筹，统筹全球酒店产业整合，中国区优化布局。2023 年 11 月 28 日，公司与锦江资本、酒管公司签署了《股权转让协议》，拟以协议转让方式收购锦江资本持有的酒管公司 100% 股权，交易价格合计为 4.61 亿元。此次收购有助于公司加强完善品牌矩阵和品牌架构，实现从经济型、中端至高端酒店的全面覆盖，行业竞争力进一步提升。

◆ Q1-Q3 公司业绩持续向好，利润端表现亮眼。

1) 业绩方面：2023 年 Q1-Q3 公司实现营收 109.62 亿元/同比+32.71%，系公司旗下境内外有限服务型酒店运营情况较上年同期大幅回升所致。归母净利润 9.75 亿元/同比+1783.69%，主要系公司旗下境内有限服务型酒店运营情况较上年同期大幅回升、无锡肯德基和苏州肯德基与特权经营权方签订的特许经营权期限延长导致期末公允价值上升，以及取得租赁补偿金等所致。扣非后归母净利润 8.02 亿元/同比+773.76%。分季度看，Q1、Q2、Q3 分别实现营收 29.22/38.84/41.56 亿元，分别同比+25.85%/+42.76%/+36.19%，归母净利润分别为 1.30/3.93/4.52 亿元，分别同比+208.53%/+19062.45%/+182.68%，Q2 利润实现高增，Q1-Q3 业绩持续向好。分业务看，Q1-Q3 公司有限服务型酒店业务/食品及餐饮业务分别实现营收 107.82/1.80 亿元，分别同比+33.10%/+12.97%，分别占比 98.35%/1.65%，报告期内公司两大核心业务保持稳健增长。分地区和渠道看，公司有限服务型酒店业务进一步细分为中国大陆境内和境外两类渠道，Q1-Q3 境内/境外收入分别为 75.25/32.57 亿元，分别同比+34.40%/+30.18%，海内海外业务均实现快速增长，前三季度营收基本与 2022 年年度营收持平。

股市有风险 入市需谨慎

- 2) 盈利能力方面, 1) 毛利率方面, Q1-Q3 公司整体毛利率 42.61%/同比+8.62pct, 毛利率稳步提升主要系公司境内外有限服务型酒店业务盈利能力回升所致。2) 费率方面, Q1-Q3 公司综合费用率 30.69%/同比-2.29pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.82%/18.91%/0.22%/4.74% , 分别同比 -1.18pct/-1.77pct/+0.11pct/+0.55pct, 费用率变化幅度较小, 整体维持稳定。3) 净利率方面, 综合作用下, 净利率同比+9.09pct 至 10.94%。

◆ 境内业务: 23Q1-Q3 公司保持扩张节奏, Q3 单季度 RevPAR 全面超过 19 年同期。

- 1) 拓店扩张稳步推行, 酒店结构持续优化: 拓店方面, 23H1/Q3 新开业酒店 585/313 家, 净增开业酒店 381/197 家, 截至报告期末, 已经开业的酒店合计达到 12,138 家, 已经开业的酒店客房总数达到 1,152,332 间, 门店维持快速扩张态势; 酒店类型结构方面, 截至报告期末, 中端酒店家数占酒店总数量的 57.54%, 开业客房间数占比 66.12%, 23H1 直营/加盟酒店分别-42/+423 家, 23Q3 直营/加盟酒店分别-26/+223 家, 加盟店数量占比 93.67%, 公司加盟店规模及占比持续提升。
- 2) 前三季度回暖势头强劲, RevPAR 已超 2019 年同期水平: 2023 年境内酒店 H1/Q3 平均 RevPAR 分别为 2019 年同期的 106.04%/112.58%, 同比+49.26%/+40.02%。分酒店类型看, 2023 年境内中端酒店 H1/Q3 平均 RevPAR 分别为 2019 年同期的 93.28%/100.91%, 经济型酒店 H1/Q3 平均 RevPAR 分别为 2019 年同期的 93.80%/102.75%。2023 年 Q1-Q3 公司已迎来全面复苏, 整体 RevPAR 已超过 2019 年同期水平, Q3 公司中端/经济型酒店 RevPAR 均超过 2019 年同期水平, 公司 Q4 业绩有望维持高增。

◆ 品牌矩阵优化: 收购锦江国际酒管公司, 布局中高端战略转型。

- 1) 酒管公司定位高端, 与丽笙开展深度合作: 酒管公司定位为高端酒店品牌管理公司, 专门从事全服务酒店管理, 主营业务为酒店管理, 截至 23Q3, 酒管公司共管理星级酒店 76 家, 其中五星级/四星级酒店 40 家/32 家; 经营和管理的品牌包括 J 酒店、岩花园、锦江和昆仑。公司于 2023 年 8 月与丽笙酒店集团签署相关合作协议, 具体合作内容为酒管公司可在境内使用丽笙有关品牌(包括丽笙精选、丽笙、丽筠和丽祺)并获取开展酒店业务的技术支持。

- 2) **收购计划顺利完成，助力锦江酒店高端转型：**收购酒管公司与践行轻资产的公司发展战略相符，锦江酒店在经济型和中端酒店领域持续深耕，叠加酒管公司高端酒店定位，真正实现经济型、中端至高端酒店的全面覆盖，品牌矩阵得到完善，品牌结构优化升级，品牌布局不断扩大，赋能公司从中低端向高端转型，逐步形成多业态发展，核心竞争力有望持续提升。

◆ **境外业务:2023 年业绩明显复苏，卢浮集团 Q3 归母净利扭亏。**

- 1) **境外市场加速转暖：**23 年境外酒店 H1/Q3 平均 RevPAR 分别恢复至 2019 年同期的 110.62%/114.46%，同比+23.42%/+5.17%，分酒店类型看，2023 年境外中端酒店 H1/Q3 平均 RevPAR 分别为 2019 年同期的 115.90%/121.64%，经济型酒店 H1/Q3 平均 RevPAR 分别为 2019 年同期的 109.24%/114.46%，境外业务 2023 年全面复苏，报告期末已超 2019 年同期。
- 2) **卢浮 Q3 单季度实现扭亏：**公司境外子公司卢浮集团 23Q1-Q3 实现营收 4.30 亿欧元，归母净利亏损下降至 2042 万欧元。单季度看，Q3 盈利 503 万欧元（归母净利 23H1 亏损 2545 万欧元），已实现扭亏。公司持续增强卢浮集团资产运营和管理，积极完善成本控制和资金优化，有序推进项目拓展，实现境外业绩修复。

◆ **投资建议：**2023 年前三季度公司境内外业务均实现回暖且呈现持续增长趋势，境内收购酒管公司实现品牌布局多业态发展，境外卢浮集团 Q3 归母净利实现扭亏，未来公司将实现低、中、高端酒店领域全面覆盖，行业竞争力凸显，预期增量或加速兑现。预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 12.00/17.89/20.04 亿元，EPS 分别为 1.12/1.67/1.87 元，当前股价对应 PE 分别为 30/20/18 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**政策变动风险、拓店不及预期、居民消费意愿恢复不及预期、境外市场发展不及预期。

◆ 财务和估值数据摘要

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	11339.13	11007.62	14298.38	15757.04	17332.74
增长率（%）	14.56%	-2.92%	29.90%	10.20%	10.00%
归母净利润（百万元）	100.62	113.49	1200.09	1789.23	2004.28
增长率（%）	-8.70%	12.79%	957.48%	49.09%	12.02%
每股收益（元）	0.09	0.11	1.12	1.67	1.87
市盈率 PE	356.15	315.77	29.86	20.03	17.88

资料来源：同花顺，中航证券研究所

◆ 公司主要业务拆分

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	11,339.13	11,007.62	14,298.38	15,757.04	17,332.74
yoy	14.56%	-2.92%	29.90%	10.20%	10.00%
毛利率	34.23%	33.10%	40.44%	43.34%	44.34%
1、经济型酒店营运及管理业务					
收入	11,089.68	10,777.07	14,010.19	15,411.21	16,952.33
yoy	14.94%	-2.82%	30.00%	10.00%	10.00%
毛利率	34.70%	33.59%	41.00%	44.00%	45.00%
2、餐饮与食品业务					
收入	249.13	230.55	288.19	345.83	380.41
yoy	0.03%	-7.45%	25.00%	20.00%	10.00%
毛利率	13.34%	10.25%	13.00%	14.00%	15.00%

资料来源：同花顺，中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	6793.09	6432.62	6915.43	4289.51	14323.93	13958.79	营业收入	9897.56	11339.13	11007.62	14298.38	15757.04	17332.74
应收票据及账款	1076.31	1551.76	1854.24	1973.40	2174.71	2392.18	营业成本	7349.97	7457.80	7364.02	8516.74	8927.69	9647.13
预付账款	220.05	108.34	151.05	216.90	239.03	262.93	税金及附加	114.68	123.99	127.99	162.76	179.36	197.30
其他应收款	629.55	718.31	831.04	964.91	1063.35	1169.68	销售费用	675.13	886.93	776.48	972.29	1039.96	1126.63
存货	72.75	76.76	67.83	83.47	87.50	94.55	管理费用	2296.34	2321.07	2347.97	2716.69	2836.27	2946.57
其他流动资产	626.43	712.02	643.05	791.48	847.55	908.12	研发费用	25.91	17.97	11.96	28.60	15.76	17.33
流动资产总计	9418.19	9599.80	10462.65	8319.68	18736.07	18786.26	财务费用	359.23	540.44	475.39	577.13	542.19	554.82
长期股权投资	657.22	637.31	477.05	563.44	649.82	736.20	资产减值损失	-70.46	-2.19	-4.01	-36.59	-40.32	-44.35
固定资产	5862.70	13335.42	12954.64	10999.14	9029.88	7046.86	信用减值损失	-45.85	-9.36	-37.40	0.00	0.00	0.00
在建工程	459.17	482.95	526.90	439.09	351.27	263.45	其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	7211.87	6707.65	6851.43	5709.52	4567.62	3425.71	投资收益	814.00	224.17	172.27	286.38	536.38	286.38
长期待摊费用	1976.13	1605.47	1475.93	737.97	0.00	0.00	公允价值变动损益	69.56	-57.16	200.67	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	13051.28	15894.53	14682.46	14563.69	14563.69	14563.69	资产处置收益	-20.91	20.71	115.21	38.34	38.34	38.34
非流动资产合计	29218.37	38663.33	36968.42	33012.85	29162.28	26035.92	其他收益	455.04	410.30	111.12	325.49	325.49	325.49
资产总计	38636.56	48263.13	47431.07	41332.52	47898.35	44822.19	营业利润	277.67	577.41	461.68	1937.80	3075.70	3448.83
短期借款	1016.09	869.02	148.81	4407.48	1258.67	51.19	营业外收入	72.57	58.28	73.25	68.03	68.03	68.03
应付票据及账款	1787.37	1072.91	1315.43	1605.90	1683.39	1819.04	营业外支出	46.65	30.93	40.15	39.24	39.24	39.24
其他流动负债	5013.51	10319.95	10346.44	10042.36	10583.95	11409.35	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	7816.97	12261.88	11810.68	16055.74	13526.00	13279.58	利润总额	303.59	604.76	494.78	1966.59	3104.49	3477.62
长期借款	14540.08	16538.44	16381.13	5381.13	13381.13	9324.15	所得税	63.70	305.41	249.65	633.16	999.51	1119.64
其他非流动负债	2573.50	2126.23	2088.97	2088.97	2088.97	2088.97	净利润	239.90	299.35	245.13	1333.43	2104.98	2357.98
非流动负债合计	17113.58	18664.66	18470.10	7470.10	15470.10	11413.12	少数股东损益	129.69	198.73	131.64	133.34	315.75	353.70
负债合计	24930.54	30926.55	30280.78	23525.84	28996.11	24692.70	归属母公司股东净	110.21	100.62	113.49	1200.09	1789.23	2004.28
股本	957.94	1070.04	1070.04	1070.04	1070.04	1070.04	EBITDA	1966.27	2268.91	1994.12	6466.91	7583.63	7245.18
资本公积	7865.59	12570.85	12502.75	12502.75	12502.75	12502.75	NOPLAT	464.83	575.96	307.76	1679.24	2427.09	2688.65
留存收益	3886.00	2970.72	3000.31	3523.36	4303.18	5176.72	EPS (元)	0.10	0.09	0.11	1.12	1.67	1.87
归属母公司权益	12709.52	16611.61	16573.10	17096.15	17875.97	18749.51	主要财务比率						
少数股东权益	996.50	724.98	577.18	710.53	1026.27	1379.97		会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E
股东权益合计	13706.02	17336.59	17150.29	17806.68	18902.24	20129.48	成长能力						
负债和股东权益合计	38636.56	48263.13	47431.07	41332.52	47898.35	44822.19	营收增长率	-34.45%	14.56%	-2.92%	29.90%	10.20%	10.00%
现金流量表							营业利润增长率	-84.25%	107.95%	-20.04%	319.73%	58.72%	12.13%
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	EBIT增长率	-68.41%	72.78%	-15.28%	162.19%	43.36%	10.58%
税后经营利润	239.90	299.35	245.13	873.04	1475.08	1897.58	EBITDA增长率	-43.59%	15.39%	-12.11%	224.30%	17.27%	-4.46%
折旧与摊销	1303.45	1123.70	1023.94	3923.19	3936.95	3212.74	归母净利润增长率	-89.91%	-8.70%	12.79%	957.48%	49.09%	12.02%
财务费用	359.23	540.44	475.39	577.13	542.19	554.82	经营现金流增长率	-94.25%	405.81%	20.53%	478.69%	22.35%	0.30%
投资损失	-814.00	-224.17	-172.27	-286.38	-536.38	-286.38	盈利能力						
营运资金变动	-604.49	-974.79	-302.55	-496.55	237.10	545.73	毛利率	25.74%	34.23%	33.10%	40.44%	43.34%	44.34%
其他经营现金流	-332.45	2.46	-345.17	759.43	890.66	640.66	净利率	2.42%	2.64%	2.23%	9.33%	13.36%	13.60%
经营性现金净流量	151.64	766.99	924.48	5349.86	6545.59	6565.15	营业利润率	2.81%	5.09%	4.19%	13.55%	19.52%	19.90%
资本支出	928.90	1025.49	698.32	0.00	0.00	0.00	ROE	0.87%	0.61%	0.68%	7.02%	10.01%	10.69%
长期投资	748.80	-29.25	658.60	0.00	0.00	0.00	ROA	0.29%	0.21%	0.24%	2.90%	3.74%	4.47%
其他投资现金流	1119.35	-2931.67	271.67	19.73	189.24	19.73	ROIC	1.82%	2.33%	0.99%	5.78%	9.12%	11.71%
投资性现金净流量	939.26	-3986.41	231.95	19.73	189.24	19.73	估值倍数						
短期借款	997.44	-147.06	-720.21	4258.67	-3148.81	-1207.48	P/E	325.16	356.15	315.77	29.86	20.03	17.88
长期借款	423.66	1998.36	-157.30	-11000.00	8000.00	-4056.99	P/S	3.62	3.16	3.26	2.51	2.27	2.07
普通股增加	0.00	112.11	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	2.82	2.16	2.16	2.10	2.00	1.91
资本公积增加	0.46	4705.26	-68.10	0.00	0.00	0.00	股息率	0.17%	0.16%	0.18%	1.89%	2.82%	3.16%
其他筹资现金流	-1641.79	-5734.04	-2612.50	-1254.17	-1551.61	-1685.55	EV/EBIT	92.54	67.29	77.24	17.83	11.22	9.14
筹资性现金净流量	-220.23	934.63	-3558.11	-7995.50	3299.58	-6950.02	EV/EBITDA	31.19	33.96	37.58	7.01	5.40	5.09
现金流量净额	874.96	-2324.81	-2388.44	-2625.91	10034.42	-365.14	EV/NOPLAT	131.96	133.79	243.51	27.00	16.86	13.70

资料来源: 同花顺, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把脉最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

销售团队:

李裕洪, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 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。

风险提示: 投资者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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637