

2023 年 12 月 27 日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元)

34

#### 公司基本资讯

|                  |                    |
|------------------|--------------------|
| 产业别              | 休闲服务               |
| A 股价(2023/12/26) | 28.13              |
| 上证指数(2023/12/26) | 2898.88            |
| 股价 12 个月高/低      | 67.97/28           |
| 总发行股数(百万)        | 1070.04            |
| A 股数(百万)         | 914.04             |
| A 市值(亿元)         | 257.12             |
| 主要股东             | 上海锦江资本有限公司(45.05%) |
| 每股净值(元)          | 15.75              |
| 股价/账面净值          | 1.79               |
|                  | 一个月 三个月 一年         |
| 股价涨跌(%)          | -13.8 -25.6 -50.7  |

#### 近期评等

| 出刊日期       | 前日收盘  | 评等 |
|------------|-------|----|
| 2023-09-01 | 38.53 | 买进 |
| 2023-05-05 | 51.66 | 买进 |

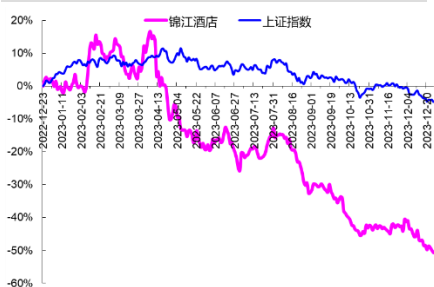
#### 产品组合

|           |       |
|-----------|-------|
| 有限服务型酒店营运 | 98.4% |
| 及管理业务     |       |
| 食品及餐饮业务   | 1.6%  |

#### 机构投资者占流通 A 股比例

|      |       |
|------|-------|
| 基金   | 15.9% |
| 一般法人 | 69.8% |

#### 股价相对大盘走势



## 锦江酒店(600754.SH/900934. SH)

BUY 买进

### 经营数据向好，整合资源提升竞争力

#### 结论与建议：

#### 事件概要：

12 月 22 日，公司发布 1-11 月有限服务型连锁酒店经营数据简报：1-11 月，中国境内平均 RevPAR 为 169.26 元/间，同比增 47%，其中，中端酒店 RevPAR 同比增 43.1%，经济型酒店 RevPAR 同比增 46.6%；境外平均 RevPAR 为 41.99 欧元/间，同比增 13.4%，其中，中端酒店 RevPAR 同比增 18.8%，经济型酒店 RevPAR 同比增 11.6%。

#### 点评：

- 结构升级支撑，全年 RevPAR 或超疫情前。1-11 月境内平均房价达 253.2 元/间（2019 年全年平均为 210.3 元/间，3Q 旺季为 215.4 元/间），我们认为房价上涨得益于需求复苏和酒店产品结构持续优化（前三季度中端酒店占比达 57.5%，19Q4 占比为 41.8%）。基于结构优化对平均房价的提振，结合 1-11 月平均 RevPAR 数据来看，全年 RevPAR 有望超越疫情前水平（2019 年 3Q、4Q 境内平均 RevPAR 分为 169 元/间和 155 元/间）。另一方面，1-11 月中国境内平均出租率为 66.86%，1-3Q 平均出租率为 61.7%、68.7%和 71.7%，由此反推，10-11 月出租率较二三季度有所回落，我们认为出租率的回落主要为旺季过后的季节性波动，从元旦、春节出行预定情况来看，后续酒店出租率仍有支撑，无需过度担忧。境外来看，酒店经营数据平稳，3Q 卢浮集团实现扭亏为盈，预计在债务梳理和加强资产运营管理的帮助下，经营有望持续向好。
- 整合集团资源，激发经营活力。11 月底，公司以 4.61 亿收购控股股东持有的锦江国际酒店管理有限公司（下简称“酒管公司”）100%股权。酒管公司专营高端酒店品牌管理，截至三季末，在全国 35 个城市管理 76 家星级酒店，其中五星级酒店 40 家，四星级酒店 32 家；经营和管理的品牌包括 J 酒店、岩花园、锦江和昆仑。此外，8 月酒管公司与丽笙酒店签署合作协议，丽笙许可酒管公司在境内使用其有关品牌、系统设立和经营酒店。近两年，公司着力于整合集团的酒店资源，通过收购锦江联采、WeHotel、酒管公司等，公司将旗下全系列品牌酒店联通平台资源全球采购平台（GPP）以及 WeHotel 酒店营销预订平台，在理顺架构的同时，推进门店运营效率和会员预定占比提升，为降低费率和提升经营激励打下基础，从而实现行业竞争力的稳步提升。
- 我们认为不管是行业需求还是公司经营面，均呈积极转变，未来提质增效可期。预计 2023-2025 年将分别实现净利润 12.4 亿、16.9 亿和 20.7 亿，分别同比增 992%、36.6%和 21.9%，EPS 分别为 1.16 元、1.58 元和 1.93 元，当前股价对应 PE 分别为 24 倍、18 倍和 15 倍，估值来看布局时机已现，维持“买进”。
- 风险提示：宏观经济修复不及预期，出行不及预期，境外运营修复不及预期

..... 接续下页

| 年度截止 12 月 31 日  |         | 2020   | 2021   | 2022  | 2023F  | 2024F | 2025F |
|-----------------|---------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 110    | 96     | 113   | 1239   | 1694  | 2065  |
| 同比增减            | %       | -89.91 | -13.23 | 18.67 | 992.13 | 36.64 | 21.94 |
| 每股盈余 (EPS)      | RMB 元   | 0.12   | 0.10   | 0.11  | 1.16   | 1.58  | 1.93  |
| 同比增减            | %       | -89.91 | -16.07 | 9.83  | 991.69 | 36.64 | 21.94 |
| A 股市盈率(P/E)     | X       | 244    | 291    | 265   | 24     | 18    | 15    |
| 股利 (DPS)        | RMB 元   | 0.06   | 0.05   | 0.06  | 0.64   | 0.87  | 1.06  |
| 股息率 (Yield)     | %       | 0.20   | 0.19   | 0.21  | 2.23   | 3.05  | 3.72  |

## 【投资评等说明】

### 评等定义

|                    |                                       |
|--------------------|---------------------------------------|
| 强力买进 (Strong Buy)  | 潜在上涨空间 $\geq 35\%$                    |
| 买进 (Buy)           | $15\% \leq \text{潜在上涨空间} < 35\%$      |
| 区间操作 (Trading Buy) | $5\% \leq \text{潜在上涨空间} < 15\%$       |
| 中立 (Neutral)       | 无法由基本面给予投资评等<br>预期近期股价将处于盘整<br>建议降低持股 |

附一：合并损益表

| 百万元           | 2020 | 2021  | 2022  | 2023F | 2024F | 2025F |
|---------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入          | 9898 | 11400 | 11008 | 14697 | 18044 | 21165 |
| 经营成本          | 7350 | 7487  | 7364  | 8230  | 9744  | 11218 |
| 营业税金及附加       | 115  | 124   | 128   | 162   | 199   | 233   |
| 销售费用          | 675  | 896   | 776   | 953   | 1293  | 1516  |
| 管理费用          | 2296 | 2352  | 2348  | 2970  | 3583  | 4247  |
| 财务费用          | 359  | 540   | 475   | 744   | 867   | 1017  |
| 资产减值损失        | -70  | -2    | -4    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益          | 814  | 227   | 172   | 197   | 319   | 375   |
| 营业利润          | 278  | 574   | 462   | 2037  | 2809  | 3426  |
| 营业外收入         | 73   | 59    | 73    | 34    | 34    | 34    |
| 营业外支出         | 47   | 31    | 40    | 32    | 32    | 32    |
| 利润总额          | 304  | 602   | 495   | 2038  | 2810  | 3427  |
| 所得税           | 64   | 309   | 250   | 503   | 703   | 857   |
| 少数股东损益        | 130  | 197   | 132   | 296   | 414   | 505   |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 110  | 96    | 113   | 1239  | 1694  | 2065  |

附二：合并资产负债表

| 百万元       | 2020  | 2021  | 2022  | 2023F | 2024F | 2025F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金      | 6793  | 6738  | 6915  | 8385  | 10190 | 12306 |
| 应收账款      | 1076  | 1508  | 1854  | 2132  | 2346  | 2463  |
| 存货        | 73    | 77    | 68    | 70    | 73    | 77    |
| 流动资产合计    | 9418  | 9874  | 10463 | 11509 | 13005 | 15216 |
| 长期股权投资    | 657   | 550   | 477   | 501   | 526   | 552   |
| 固定资产      | 5863  | 5125  | 4918  | 4869  | 4820  | 4772  |
| 在建工程      | 459   | 519   | 527   | 532   | 537   | 543   |
| 非流动资产合计   | 29218 | 38726 | 36968 | 39187 | 40754 | 42180 |
| 资产总计      | 38637 | 48601 | 47431 | 50695 | 53759 | 57396 |
| 流动负债合计    | 7817  | 12343 | 11811 | 13247 | 13924 | 15534 |
| 非流动负债合计   | 17114 | 18747 | 18470 | 20317 | 21942 | 23040 |
| 负债合计      | 24931 | 31090 | 30281 | 33565 | 35866 | 38574 |
| 少数股东权益    | 997   | 753   | 577   | 594   | 606   | 619   |
| 股东权益合计    | 12710 | 16757 | 16573 | 17131 | 17893 | 18822 |
| 负债及股东权益合计 | 38637 | 48601 | 47431 | 50695 | 53759 | 57396 |

附三：合并现金流量表

| 百万元           | 2020 | 2021  | 2022  | 2023F | 2024F | 2025F |
|---------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 152  | 2123  | 2238  | 2939  | 3789  | 4656  |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 939  | -4023 | 232   | -735  | -1083 | -1482 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -220 | 922   | -3558 | -735  | -902  | -1058 |
| 现金及现金等价物净增加额  | 875  | -1017 | -1075 | 1470  | 1804  | 2117  |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许可在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。