

锦江酒店 (600754. SH)

海外拖累致业绩承压，跟踪行业趋势与公司整合成效

买入

核心观点

2023 年锦江酒店归母净利润预计恢复至 2019 年 87-96%，Q4 盈利基本打平。 2023 年，公司预计实现归母净利润 9.5-10.5 亿元，恢复至 2019 年的 87-96%；扣非净利润 7.4-8.4 亿元，恢复至 2019 年的 83%-94%。2023Q4，公司预计实现归母净利润-0.3 亿元~0.7 亿元，扣非净利润-0.6~0.4 亿元，2019 年同期分别为 2.2 亿、0.9 亿，预计主要系 Q4 恢复环比放缓及海外拖累显著影响。

2023 年预计国内酒店业务较 2019 年较快增长，Q4 RevPAR 恢复环比放缓。 我们估算 2023 年锦江国内酒店净利润较 2019 年有望增长 40-50%，其增长驱动一是来自门店扩张，2023Q3 末公司境内酒店客房量较 2019 年底增长约 43%。二是来自 RevPAR 提升，2023 年公司境内酒店整体 RevPAR 为 2019 年同期的 106%，Q1-4 境内酒店整体 RevPAR 分别为 2019 年同期的 103%、109%、113%及 100%，考虑结构升级（中端占比由 19 年底的 46%提升至 62%）后，恢复度相对平稳。三是来自国内酒店后台系统打通带来的费用优化。

海外亏损直接拖累公司全年利润表现，预计系加息、通胀等扰动。 2023 年境外酒店整体 RevPAR 为 2019 年同期的 111%，Q1-4 分别为 2019 年同期的 110%、111%、114%及 110%，但预计加息、通胀致亏损显著。一方面，欧洲加息影响下，海外贷款利息较 2022 年增加约 2900 万欧元，估算海外财务费用较 2022 年（2.5 亿元）增加超 2 亿元人民币，较 2019 年增加更多。另一方面，海外通胀下成本高企叠加四季度部分费用扰动，预计经营性层面也有拖累。

跟踪 RevPAR 恢复趋势，关注国企利润、市值考核强化下公司经营改善成效。 2024 年行业 RevPAR 需跟踪商旅、休闲出行需求及供给结构变化，元旦以来休闲需求景气度相对良好。公司系国内规模排名第一的酒店龙头，过去三年行业供给结构调整带来的核心城市集中度提升为龙头强化收益管理提供有力支撑，未来公司有望进一步深化运营中台改革、前端门店改造及中央预订提升。同时，国企利润与市值考核压力也有望提振国内外前中后台整合动能。

风险提示：平台整合产品升级低于预期，商誉减值、宏观系统性风险等。

投资建议：考虑时尚之旅处置非经影响，同时谨慎考虑明年 RevPAR 趋势、兼顾门店升级改造影响和海外财务费用优化节奏，我们下调 2023、2025 年，上调 2024 EPS 至 0.97/1.58/1.69 元（此前为 1.13/1.45/2.03 元），对应 PE26/16/15x。2024 年酒店行业 RevPAR 变化仍需跟踪，但目前公司估值处于历史相对地位，后续国企对利润与市值考核持续强化，有望进一步提振公司国内外前中后台整合动能，关注整合进展及盈利改善，维持“买入”评级。

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
S0980511040003
证券分析师：张鲁 010-88005377
zhanglu5@guosen.com.cn
S0980521120002
证券分析师：钟潇 0755-82132098
zhongxia@guosen.com.cn
S0980513100003
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 25.29 元
总市值/流通市值 27061/27061 百万元
52 周最高价/最低价 68.06/25.07 元
近 3 个月日均成交额 316.17 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) - 三季度海外经营转正，国内酒店经营超 2019 年同期》——2023-11-01
《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》——2023-08-30
《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

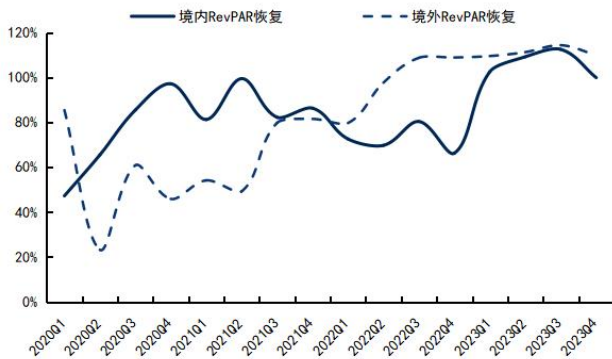
盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,339	11,008	13,946	15,152	16,524
(+/-%)	14.6%	-2.9%	26.7%	8.7%	9.1%
归母净利润(百万元)	101	113	1038	1686	1811
(+/-%)	-8.7%	12.8%	814.4%	62.4%	7.5%
每股收益(元)	0.09	0.11	0.97	1.58	1.69
EBIT Margin	4.7%	3.4%	14.6%	16.5%	17.9%
净资产收益率 (ROE)	0.6%	0.7%	6.1%	9.5%	9.9%
市盈率 (PE)	268.9	238.5	26.1	16.1	14.9
EV/EBITDA	48.9	59.0	21.2	18.3	16.6
市净率 (PB)	1.63	1.63	1.59	1.53	1.47

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

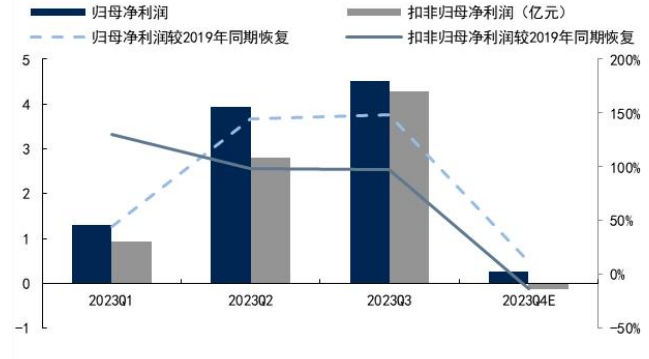
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图1: 锦江酒店境内外 revpar 较 2019 年同期恢复度



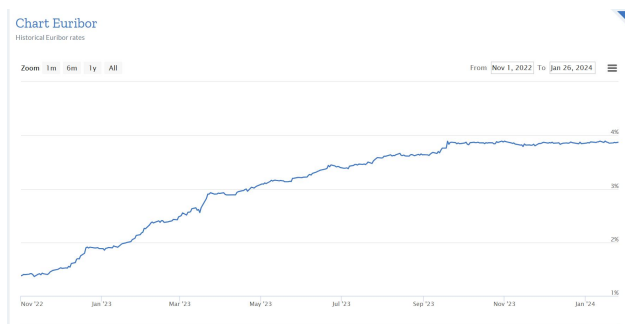
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 锦江酒店归母、扣非净利润较 2019 年同期恢复度



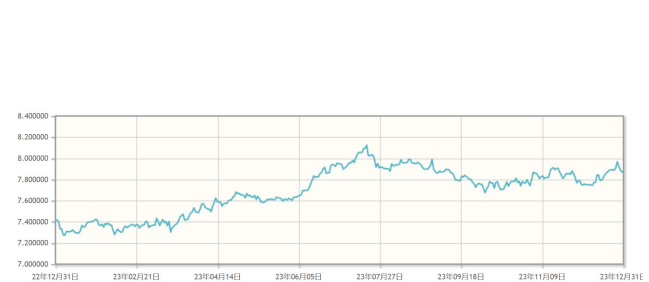
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: Euribor 变化



资料来源: Euribor rates 官网、国信证券经济研究所整理

图4: 欧元兑人民币汇率变化



资料来源: 中国银行、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
		2024/1/31		22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
600754.SH	锦江酒店	25.29	294.48	0.11	0.97	1.58	1.69	230	26	16	15	买入
1179.HK	华住集团-S	21.99	762.66	-0.43	1.32	1.40	1.68	-	18	17	14	买入
600258.SH	首旅酒店	13.98	160.12	-0.52	0.68	0.80	0.98	-	21	18	14	买入
301073.SZ	君亭酒店	19.03	41.85	0.25	0.23	0.67	1.06	77	83	28	18	增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 其中: 华住集团-S 系经调整 EPS。

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	9846	12332	15261	营业收入	11339	11008	13946	15152	16524
应收款项	2192	2560	2919	2220	2300	营业成本	7458	7364	8303	8864	9602
存货净额	77	68	239	439	749	营业税金及附加	124	128	153	167	182
其他流动资产	621	622	697	758	744	销售费用	887	776	971	1002	1041
流动资产合计	9600	10463	13957	16004	19309	管理费用	2321	2348	2464	2600	2731
固定资产	5608	5445	5673	6131	6521	研发费用	18	12	14	15	17
无形资产及其他	6708	6851	6578	6305	6032	财务费用	540	475	606	425	370
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	(59)	197	(40)	(40)	(40)
资产总计	48263	47431	50880	53112	56534	其他收入	404	177	(14)	(15)	(17)
短期借款及交易性金融负债	7394	6807	7079	7433	7394	营业利润	577	462	1514	2175	2656
应付款项	1073	1315	3257	4619	7491	营业外净收支	27	33	168	420	35
其他流动负债	3795	3688	4490	4409	4351	利润总额	605	495	1682	2595	2691
流动负债合计	12262	11811	14826	16460	19236	所得税费用	305	250	454	675	673
长期借款及应付债券	7994	8058	8058	7958	7858	少数股东损益	199	132	190	235	207
其他长期负债	10671	10412	10412	10412	10412	归属于母公司净利润	101	113	1038	1686	1811
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	33296	34830	37507	净利润	101	113	1038	1686	1811
少数股东权益	725	577	596	620	640	资产减值准备	(68)	2	0	0	0
股东权益	16612	16573	16988	17662	18387	折旧摊销	654	592	805	876	944
负债和股东权益总计	48263	47431	50880	53112	56534	公允价值变动损失	59	(197)	40	40	40
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	540	475	606	425	370
每股收益	0.09	0.11	0.97	1.58	1.69	营运资本变动	(4210)	1033	2139	1719	2439
每股红利	0.57	0.43	0.58	0.95	1.02	其它	(941)	(404)	19	23	20
每股净资产	15.52	15.49	15.88	16.51	17.18	经营活动现金流	(4405)	1140	4040	4344	5255
ROIC	0.23%	0.08%	4%	6%	8%	资本开支	0	(478)	(801)	(1101)	(1101)
ROE	0.61%	0.68%	6%	10%	10%	其它投资现金流	(23)	(19)	42	0	0
毛利率	34%	33%	40%	42%	42%	投资活动现金流	(3)	(337)	(759)	(1101)	(1101)
EBIT Margin	5%	3%	15%	17%	18%	权益性融资	(40)	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	9%	20%	22%	24%	负债净变化	(6546)	64	0	(100)	(100)
收入增长	15%	-3%	27%	9%	9%	支付股利、利息	(612)	(461)	(623)	(1011)	(1087)
净利润增长率	-9%	13%	814%	62%	7%	其它融资现金流	18404	473	272	354	(39)
资产负债率	66%	65%	67%	67%	67%	融资活动现金流	4048	(320)	(350)	(757)	(1226)
股息率	2.3%	1.7%	2.3%	3.7%	4.0%	现金净变动	(360)	483	2931	2486	2928
P/E	268.9	238.5	26.1	16.1	14.9	货币资金的期初余额	6793	6433	6915	9846	12332
P/B	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	货币资金的期末余额	6433	6915	9846	12332	15261
EV/EBITDA	48.9	59.0	21.2	18.3	16.6	企业自由现金流	0	1335	3633	3348	4496
						权益自由现金流	0	1872	3462	3287	4079

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