

锦江酒店 (600754.SH)

海外亏损拖累 2023 年表现，关注国内外整合优化成效

买入

核心观点

2023 年归母业绩处于业绩预告区间中值。2023 年，公司实现收入 146.49 亿元/+29.53%；实现归母净利润/+691.14%，扣非净利润 7.74 亿元/同比扭亏；二者均处于业绩预告区间中值附近。与 2019 年相比，公司收入恢复 97%，直营店净关店等因素影响；归母和扣非业绩各恢复 92%/87%，海外拖累。2023 年，公司拟每股派现 0.5 元，分红率 53%。2023Q4，公司收入、归母业绩较 19Q4 各恢复 97%/12%，扣非业绩亏损 0.28 亿元，主要系海外 Q4 亏损等所致。

2023 年国内整体酒店 RevPAR 恢复 106%，Q4 恢复有所放缓。2023Q4，国内中端/经济型整体 RevPAR 各恢复至 2019Q4 的 91%/88%，整体 RevPAR 恢复 100%，较前三季度有所放缓(Q1-Q3，其整体 RevPAR 各恢复 103%/109%/113%)。2023 年，公司国内有限服务酒店 RevPAR 较 2019 年恢复 106%，但中端和经济性酒店均恢复 95%，尚未恢复到 2019 年同期水平。2023 年，公司新增开业酒店 1407 家(含全服务酒店并表新增 60 家)，关店或转筹建酒店 519 家，净增开业酒店 888 家(直营-75/加盟+903 家/全服务管理 60 家)。截至 2023 年 12 月底，已经开业的酒店 12,448 家/1,190,674 间。

国内酒店归母业绩较 2019 年增长近 4 成，海外酒店亏损 4 亿+显著拖累。2023 年，公司国内有限服务酒店分部收入 99.45 亿元，较 2019 年恢复 93%；归母业绩 11.64 亿元，较 2019 年恢复 139%；因收购锦江酒管新增全服务酒店收入/归母业绩 1.59/0.13 亿元，带来增量贡献。同时，海外酒店收入 42.94 亿元，较 2019 年恢复 105%，但通胀下成本和利息费用大增，海外分部归母业绩由 2019 年盈利 2.02 亿元转为亏损 4.09 亿元，拖累显著(主要系税后财务费用增 2 亿+及经营成本费用等增 5 亿+等拖累)。2023 年，餐饮收入 2.50 亿元，较 2019 年恢复 97%；分部归母业绩 2.99 亿元，较 2019 年恢复 134%，剔除 KFC 协议续签带来公允价值变动损益影响，较 2019 年下降 30%+(苏锡杭 KFC 等成本法下收益递延 1 年确认等因素影响)。

公司预计 2024 年展店 1200 家，与 2023 年目标相当，预计全年收入+5-9%。公司 2024 年计划新增开业酒店 1200 家，与 2023 年开店目标相当；新增签约酒店 2500 家，高于 2023 年目标(签约 2000 家)。公司预计 2024 年收入 154-160 亿元，同增 5%-9%，其中国内酒店收入同增 6%-10%(规模扩张与直营店优化调整综合影响)，境外酒店收入预计增长 1%-5%。公司系国内酒店客房规模第一，近几年公司国内酒店后台整合初显成效，前端会员流量变现和中台运营整合仍系渐进推进中，未来通过整合提效预计仍有良好收益提升空间。同时，围绕高质量发展，公司去年直营店部分改造升级，今年预计也将持续加速老旧店改造和品牌升级迭代，强化全球酒店架构整合，夯实成长。

风险提示：宏观系统性风险，国企改革及内部整合低于预期；品牌老化风险。

投资建议：下调 2024-2025 年 EPS 至 1.55/1.63 元(此前为 1.58/1.69 元)，新增 2026 年 EPS 预测 1.85 元(2024-2026 年假设海外业务逐步减亏，且 2024 年考虑时尚之旅拟出售带来的投资收益影响)，对应 PE 估值 18/17/15x。最新 3 月制造业 PMI 指数重返扩张区间，后续可密切跟踪经济周期和出行趋势尤其商旅出行变化。同时公司酒店规模占优，核心看国内外整合潜能与品牌迭代。在国资考核全面强化下，公司正进一步推进前中台整合提效与门店升级迭代优化，海外经营改善和国内前中台改革潜力仍值得期待，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
S0980511040003

证券分析师：钟潇 0755-82132098
zhongxiaoxiao@guosen.com.cn
S0980513100003

证券分析师：张鲁 010-88005377
zhanglu5@guosen.com.cn
S0980521120002

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	27.65 元
总市值/流通市值	29587/29587 百万元
52 周最高价/最低价	68.06/22.42 元
近 3 个月日均成交额	373.47 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)-海外拖累致业绩承压，跟踪行业趋势与公司整合成效》——2024-02-01
- 《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

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,008	14,649	15,792	17,000	18,224
(+/-%)	-2.9%	33.1%	7.8%	7.6%	7.2%
归母净利润(百万元)	113	1002	1660	1745	1979
(+/-%)	12.8%	782.7%	65.8%	5.1%	13.4%
每股收益(元)	0.11	0.94	1.55	1.63	1.85
EBIT Margin	3.4%	14.1%	16.7%	17.2%	17.6%
净资产收益率(ROE)	0.7%	6.0%	9.6%	9.7%	10.5%
市盈率(PE)	264.2	29.9	18.1	17.2	15.2
EV/EBITDA	62.0	23.7	18.9	17.4	16.7
市净率(PB)	1.81	1.80	1.73	1.66	1.59

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

2023 年公司归母业绩处于业绩预告区间中值。2023 年度，公司实现收入 146.49 亿元/+29.53%；实现归母净利润 10.02 亿元/+691.14%；实现扣非净利润 7.74 亿元，同比扭亏，二者均处于业绩预告中值附近，符合预期。与 2019 年相比，公司收入恢复 97%，主要系直营店净关店等因素影响；归母业绩和扣非业绩各恢复 92%/87%，主要系海外大幅亏损拖累所致。

2023 年，公司拟每股派现 0.5 元，分红率 53%（其公司章程要求正常不低于 50%）。同时，若 2024 年上半年归母业绩为正，其上半年现金分红率不高于 20%。

2023Q4，海外亏损估算影响 1.5 亿左右，直接影响四季度业绩表现。2023Q4，公司收入、归母业绩较 2019Q4 各恢复 97%/12%；扣非业绩亏损 0.28 亿元，较 2019Q4 扣非业绩盈利 0.93 亿元转亏，主要系海外卢浮（含相关财务费用）Q4 亏损估算约 1.5 亿拖累；同时国内酒店 RevPAR 四季度恢复有所放缓，也有一定影响。

图1：锦江酒店营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：锦江酒店归母与扣非净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：锦江酒店季度收入及较 2019 年恢复度（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：锦江酒店季度归母与扣非净利润（单位：亿元）

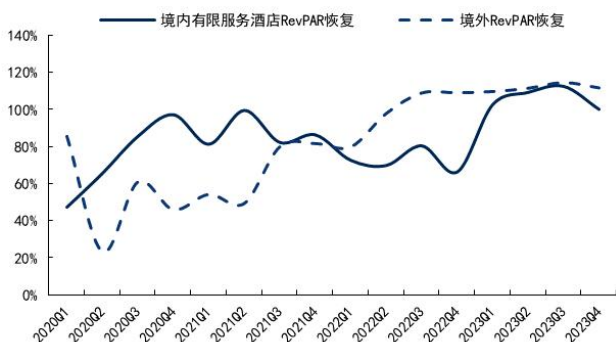


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2023 年国内整体酒店 RevPAR 恢复 106%，Q4 恢复有所放缓。2023Q4，国内中端/经济型整体 RevPAR 各恢复至 2019Q4 的 91%/88%，整体 RevPAR 恢复 100%，较前三季度有所放缓（Q1-Q3，其整体 RevPAR 各恢复 103%/109%/113%）。2023 年，公司国内有限服务酒店 RevPAR 较 2019 年恢复 106%，但中端和经济性酒店均恢复 95%，尚未恢复到 2019 年同期水平。2023 年，公司新增开业酒店 1407 家（含全服务酒店并表新增 60 家），关店或转筹建酒店 519 家，净增开业酒店 888 家，其中有限服务酒店分部净增 828 家（直营-75/加盟+903 家）。截至 2023 年 12 月底，公司已经开业的酒店及客房量分别

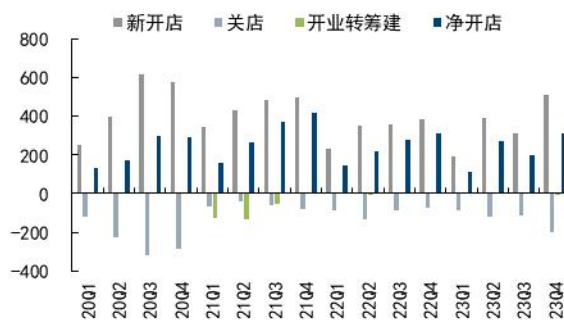
为 12,448 家/1,190,674 间。

图5: 锦江酒店 REVPAR 恢复度



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

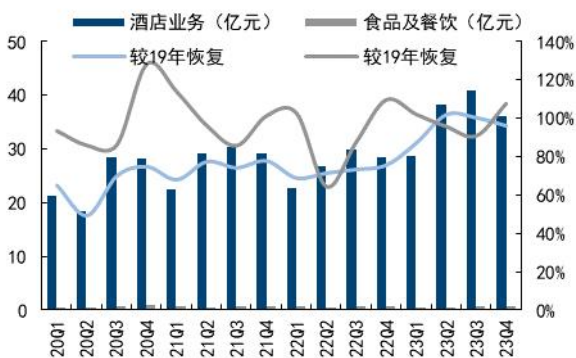
图6: 锦江酒店门店情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

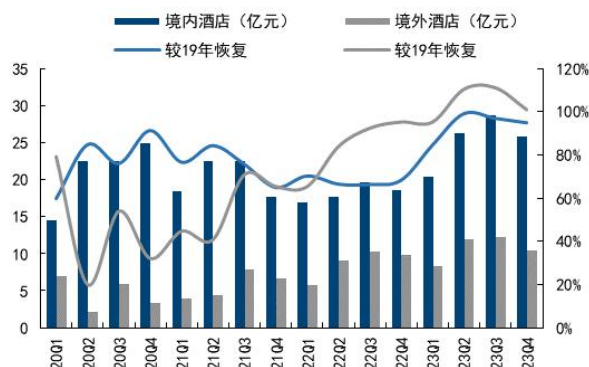
国内酒店归母业绩较 2019 年增长近 4 成，海外酒店亏损 4 亿+显著拖累。国内来看，2023 年公司国内有限服务酒店分部收入 99.45 亿元，较 2019 年恢复 93%；归母业绩 11.64 亿元，较 2019 年恢复 139%（收购 Wehotel 等带来增量收益），若剔除 2019 年同期铂涛旗下同程艺龙上市带来公允价值变动收益影响，估算增长近 50%，加盟提升、费用优化及整合 Wehotel 等推动。同时，公司因收购锦江酒管新增全服务酒店收入/归母业绩 1.59/0.13 亿元，带来增量贡献。海外方面，卢浮酒店 2023 年收入 42.94 亿元，较 2019 年恢复 105%，但通胀下成本和利息费用大增，海外分部归母业绩由 2019 年盈利 2.02 亿元转为亏损 4.09 亿元，拖累显著（主要系税后财务费用增 2 亿+、经营成本费用等增 5 亿+、并购 PPA 摊销增加 0.56 亿元等拖累）。2023 年，餐饮收入 2.5 亿元，较 2019 年恢复 97%；分部归母业绩 2.99 亿元，较 2019 年恢复 134%，剔除 KFC 协议续签带来公允价值变动损益影响，较 2019 年下降 30%+（苏锡杭 KFC 等成本法下收益递延 1 年确认等因素影响）。

图7: 锦江酒店业务拆分情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 锦江酒店业务拆分情况

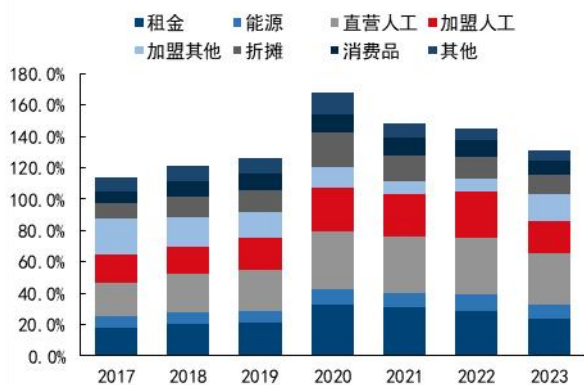


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司预计 2024 年展店 1200 家，与 2023 年目标相当，预计全年收入+5-9%。公司 2024 年计划新增开业酒店 1200 家，与 2023 年开店目标相当；新增签约酒店 2500 家，高于 2023 年目标（签约 2000 家）。公司预计 2024 年收入 154-160 亿元，同增 5%-9%，其中国内酒店收入同增 6%-10%（规模扩张与直营店优化调整综合影响），境外酒店收入预计增长 1%-5%。公司系国内酒店客房规模第一，2020-2022 年国内酒店后台费用优化提升明显，近两年前端会员流量变现和中台运营整合渐进推进，未来通过提高效率仍

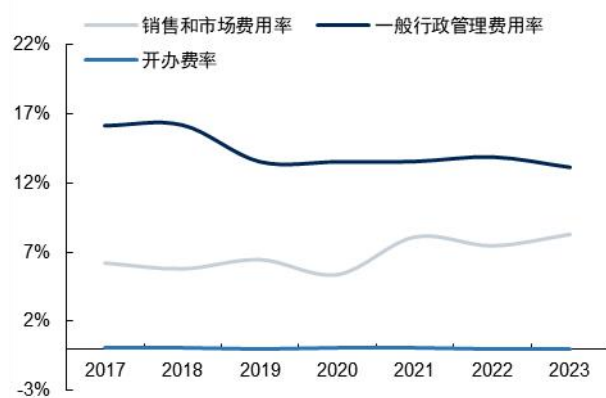
有较大收益提升空间。同时，围绕高质量发展，公司未来也将持续加速老旧店改造和核心品牌升级迭代，强化海内外酒店业务整合，继续夯实中线成长中枢。

图9: 锦江酒店有限服务酒店成本拆分



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 锦江酒店有限服务酒店总部费用拆分



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示: 宏观系统性风险，国企改革及内部整合低于预期；品牌老化风险等。

投资建议: 下调 2024-2025 年 EPS 至 1.55/1.63 元（此前为 1.58/1.69 元），新增 2026 年 EPS 预测 1.85 元（2024-2026 年假设海外业务逐步减亏，且 2024 年考虑时尚之旅拟出售带来的投资收益影响），对应 PE 估值 18/17/15x。最新 3 月制造业 PMI 指数重返扩张区间，后续可密切跟踪经济周期和出行趋势尤其商旅出行变化。同时公司酒店规模占优，核心看国内外整合潜能与品牌迭代。在国资考核全面强化下，公司正进一步推进前中台整合提效与门店升级迭代优化，海外经营改善和国内前中台改革潜力仍值得期待，维持“买入”。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 2024/3/29	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				23	24E	25E	26E	23	24E	25E	26E	
600754.SH	锦江酒店	28.02	299.83	0.94	1.55	1.63	1.85	30	18	17	15	买入
600258.SH	首旅酒店	15.10	168.61	0.71	0.79	0.89	0.98	21	19	17	15	买入
1179.HK	华住集团-S	27.96	912.94	1.28	1.37	1.56	1.77	22	21	18	16	买入
301073.SZ	君亭酒店	23.39	45.48	0.23	0.67	1.06		102	35	22		增持

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 其中: 华住集团系经调整业绩

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6915	10295	12791	14782	17985	营业收入	11008	14649	15792	17000	18224
应收款项	2560	2252	2185	1646	1677	营业成本	7364	8498	9036	9716	10411
存货净额	68	67	261	484	816	营业税金及附加	128	163	174	187	200
其他流动资产	622	643	790	850	820	销售费用	776	1160	1083	1137	1185
流动资产合计	10463	13551	16282	18017	21553	管理费用	2348	2745	2844	3015	3207
固定资产	5445	5589	5838	6344	6772	研发费用	12	24	16	17	18
无形资产及其他	6851	6951	6674	6397	6120	财务费用	475	690	556	495	429
投资性房地产	24195	23983	23983	23983	23983	投资收益	172	206	449	105	68
长期股权投资	477	512	512	512	512	资产减值及公允价值变动	197	148	(20)	20	10
资产总计	47431	50587	53290	55254	58941	其他收入	177	53	(16)	(17)	(18)
短期借款及交易性金融负债	6807	5903	6139	6016	6016	营业利润	462	1801	2511	2558	2852
应付款项	1315	1449	3563	5090	8162	营业外净收支	33	(7)	20	20	20
其他流动负债	3688	5320	4990	4936	4845	利润总额	495	1793	2531	2578	2872
流动负债合计	11811	12672	14692	16042	19023	所得税费用	250	516	681	678	747
长期借款及应付债券	8058	9893	9893	9793	9693	少数股东损益	132	275	190	155	147
其他长期负债	10412	10662	10662	10662	10662	归属于母公司净利润	113	1002	1660	1745	1979
长期负债合计	18470	20555	20555	20455	20355	现金流量表 (百万元)					
负债合计	30281	33226	35246	36497	39377	净利润	113	1002	1660	1745	1979
少数股东权益	577	684	703	718	733	资产减值准备	2	9	(9)	0	0
股东权益	16573	16677	17341	18039	18831	折旧摊销	592	607	817	892	960
负债和股东权益总计	47431	50587	53290	55254	58941	公允价值变动损失	(197)	(148)	20	(20)	(10)
关键财务与估值指标						财务费用	475	690	556	495	429
每股收益	0.11	0.94	1.55	1.63	1.85	营运资本变动	1033	2525	1501	1729	2648
每股红利	0.43	0.69	0.93	0.98	1.11	其它	(404)	63	28	15	14
每股净资产	15.49	15.59	16.21	16.86	17.60	经营活动现金流	1140	4058	4018	4362	5591
ROIC	0.08%	3.48%	6%	8%	10%	资本开支	0	(722)	(801)	(1101)	(1101)
ROE	0.68%	6.01%	10%	10%	11%	其它投资现金流	(19)	2	40	0	0
毛利率	33%	42%	43%	43%	43%	投资活动现金流	141	(755)	(761)	(1101)	(1101)
EBIT Margin	3%	14%	17%	17%	18%	权益性融资	13	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	18%	22%	22%	23%	负债净变化	64	1835	0	(100)	(100)
收入增长	-3%	33%	8%	8%	7%	支付股利、利息	(461)	(739)	(996)	(1047)	(1187)
净利润增长率	13%	783%	66%	5%	13%	其它融资现金流	(18)	(2114)	236	(123)	0
资产负债率	65%	67%	67%	67%	68%	融资活动现金流	(798)	76	(760)	(1270)	(1287)
股息率	1.5%	2.5%	3.3%	3.5%	4.0%	现金净变动	483	3379	2496	1991	3203
P/E	264.2	29.9	18.1	17.2	15.2	货币资金的期初余额	6433	6915	10295	12791	14782
P/B	1.8	1.8	1.7	1.7	1.6	货币资金的期末余额	6915	10295	12791	14782	17985
EV/EBITDA	62.0	23.7	18.9	17.4	16.7	企业自由现金流	0	3876	3446	3678	4877
						权益自由现金流	0	3597	3276	3091	4459

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提及的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