

锦江酒店 (600754.SH) / 商社

证券研究报告/公司点评

2024 年 04 月 30 日

评级：增持（维持）

市场价格：28.8 元

分析师：张友华

执业证书编号：S0740523110006

Email: zhangyh@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1070
流通股本(百万股)	914
市价(元)	28.8
流通市值(百万元)	26361
流通市值(百万元)	30,860

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《Q2 境内修复显著，Q3 值得期待》23 年半年报点评
2023.09.04
- 《境内 REVPAR 环比回升，境外扭亏为盈》22 年三季报点评
2022.10.29
- 《疫情压制 RevPAR，中高端提升 ADR》22 年一季报点评
2022.04.30
- 《疫情影响短期业绩，降费与开店逻辑稳固》2021 年年报点评
2022.03.29
- 《底部扩张，静待花开》首次覆盖
2021.12.26

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11008	14649	14980	15977	16297
增长率 yoy%	-2.9%	33.1%	2.3%	6.7%	2.0%
归母净利润(百万元)	113.5	1001.7	1578.7	1803.4	1890.8
增长率 yoy%	12.8%	782.7%	57.6%	14.2%	4.8%
每股收益(元)	0.11	0.94	1.48	1.69	1.77
每股现金流量	2.09	4.82	3.13	3.30	3.46
净资产收益率	0.7%	5.8%	8.4%	8.8%	0.0%
P/E	271.9	30.8	19.5	17.1	16.3
P/B	1.9	1.9	1.7	1.6	0.0

备注：股价使用 2024 年 04 月 29 日收盘价

投资要点

- 核心观点：**由于欧元区加息导致海外利息费用高增以及商旅需求恢复较为平淡，24 年一季度公司扣非归母净利润承压。23 年底以来，锦江内部进行改革，新帅上任后有望解决历史遗留问题，提升锦江中长期的核心竞争力，后续需关注改革措施的落地情况与业绩释放节奏。
- 调整盈利预测，维持“增持”评级。**由于欧元区加息趋势延续以及商旅需求整体恢复较为疲弱，基于保守的 RevPAR 恢复假设和费用假设下，我们下调 24-25 盈利预测，预计公司 2024-2025 年归母净利润分别为 15.8/18.0 亿元（此前 24-25 年预测为 18.2/23.4 亿元），调整后业绩增速为 57.6%/14.2%。考虑 23 年 11 月以来，公司管理层进行了较大调整，后续需关注新帅上任后业绩弹性释放节奏，维持“增持”评级。
- 海外利息费用高增，24Q1 扣非业绩低于我们预期。**2024 年 Q1，公司实现营收 32.1 亿，同比提升 6.8%。归母净利润 1.9 亿，同比提升 34.6%，归母净利润高增主要原因在于处置卢浮集团若干酒店物业取得处置收益。扣非归母净利润 0.6 亿，同比下滑 31.2%，低于我们此前预期（我们预期 Q1 扣非归母净利润 0.8-1.0 亿），主要受欧元区加息影响，海外利息费用增长导致公司一季度财务费用整体较 2023 年多出 0.6 亿。
- 商旅需求疲弱，一季度 RevPAR 承压。**根据 str 相关资讯，由于商旅出行的疲弱，中国内地市场 3 月 RevPAR 明显下探。受此影响，锦江 Q1 境内有限服务型酒店整体 RevPAR 下滑 1.5%，拆分来看，综合 ADR 受门店结构影响，同比提升 1.3%，而综合 OCC 因需求疲弱，下滑 2.8%。
- 管理层换帅，静待新一轮改革成果释放。**根据锦江官方公众号资讯，自 2023 年底以来，公司内部进行了组织大变革，王伟升任锦江酒店中国区首席执行官。公司围绕属地化，丰富中高端及度假品牌，重视会员权益等方向进行战略部署及组织架构调整。我们期待，锦江在新的管理层领导下能够解决历史遗留问题，顺利释放业绩。
- 风险提示事件：**宏观经济与需求波动风险；服务质量与品牌风险；酒店集团竞争加剧风险；管理费率下降风险。

图表 1: 公司主要财务数据及预测

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,915	10,295	10,940	11,940	14,590	营业收入	11,008	14,649	14,980	15,977	16,297
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	7,364	8,498	8,030	8,475	8,481
应收账款	1,854	1,706	1,981	2,210	2,259	税金及附加	128	163	169	183	185
预付账款	151	157	168	158	166	销售费用	776	1,160	1,186	1,233	1,258
存货	68	67	75	78	75	管理费用	2,348	2,745	2,790	2,976	3,035
合同资产	0	0	0	0	0	研发费用	12	24	25	26	27
其他流动资产	1,475	1,326	1,725	1,785	1,776	财务费用	475	690	504	379	349
流动资产合计	10,463	13,551	14,889	16,171	18,866	信用减值损失	-37	-55	-55	-55	-55
其他长期投资	398	354	362	386	394	资产减值损失	-4	-13	-10	-7	-7
长期股权投资	477	512	512	512	512	公允价值变动收益	201	161	20	20	20
固定资产	4,918	4,965	5,723	5,512	5,321	投资收益	172	206	181	161	161
在建工程	527	624	834	834	814	其他收益	111	69	150	150	150
无形资产	6,851	6,951	4,732	4,259	3,833	营业利润	462	1,801	2,636	3,048	3,304
其他非流动资产	23,797	23,630	23,116	22,956	22,826	营业外收入	73	35	56	55	55
非流动资产合计	36,968	37,036	35,279	34,459	33,700	营业外支出	40	43	38	40	40
资产合计	47,431	50,587	50,168	50,630	52,566	利润总额	495	1,793	2,654	3,063	3,319
短期借款	149	361	361	361	361	所得税	250	516	764	882	955
应付票据	0	0	0	0	0	净利润	245	1,277	1,890	2,181	2,364
应付账款	1,315	1,449	1,402	1,462	1,472	少数股东损益	132	275	311	378	473
预收款项	8	5	9	10	9	归属母公司净利润	113	1,002	1,579	1,803	1,891
合同负债	712	869	888	947	966	NOPLAT	481	1,768	2,249	2,451	2,612
其他应付款	1,609	2,793	2,793	2,793	2,793	EPS (摊薄)	0.11	0.94	1.48	1.69	1.77
一年内到期的非流动负债	6,658	5,542	5,542	5,542	5,542						
其他流动负债	1,360	1,652	1,875	2,049	2,135	主要财务比率					
流动负债合计	11,811	12,671	12,870	13,164	13,278	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	8,058	9,893	7,893	6,353	6,353	成长能力					
应付债券	0	0	0	0	0	营业收入增长率	-2.9%	33.1%	2.3%	6.7%	2.0%
其他非流动负债	10,412	10,662	10,662	10,662	10,662	EBIT增长率	-15.3%	156.0%	27.2%	9.0%	6.6%
非流动负债合计	18,470	20,555	18,555	17,015	17,015	归母公司净利润增长率	12.8%	782.7%	57.6%	14.2%	4.8%
负债合计	30,281	33,226	31,425	30,179	30,293	获利能力					
归属母公司所有者权益	16,573	16,677	17,748	19,078	20,428	毛利率	33.1%	42.0%	46.4%	47.0%	48.0%
少数股东权益	577	684	995	1,373	1,845	净利率	2.2%	8.7%	12.6%	13.7%	14.5%
所有者权益合计	17,150	17,361	18,743	20,451	22,273	ROE	0.7%	5.8%	8.4%	8.8%	8.5%
负债和股东权益	47,431	50,587	50,168	50,630	52,566	ROIC	4.0%	9.4%	12.4%	13.4%	13.4%
						偿债能力					
现金流量表	单位:百万元					资产负债率	63.8%	65.7%	62.6%	59.6%	57.6%
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	债务权益比	147.4%	152.4%	130.5%	112.1%	102.9%
经营活动现金流	2,238	5,162	3,348	3,532	3,702	流动比率	0.9	1.1	1.2	1.2	1.4
现金收益	1,744	2,970	3,674	3,728	3,781	速动比率	0.9	1.1	1.2	1.2	1.4
存货影响	9	1	-8	-3	2	营运能力					
经营性应收影响	-341	156	-275	-212	-51	总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
经营性应付影响	252	1,315	-43	61	9	应收账款周转天数	56	44	44	47	49
其他影响	573	720	0	-43	-39	应付账款周转天数	58	59	64	61	62
投资活动现金流	232	1,111	-390	-320	-300	存货周转天数	4	3	3	3	3
资本支出	-1,506	-1,645	-28	-484	-432	每股指标 (元)					
股权投资	160	-35	0	0	0	每股收益	0.11	0.94	1.48	1.69	1.77
其他长期资产变化	1,578	2,791	-362	164	132	每股经营现金流	2.09	4.82	3.13	3.30	3.46
融资活动现金流	-3,558	-3,569	-2,313	-2,213	-751	每股净资产	15.49	15.59	16.59	17.83	19.09
借款增加	-523	931	-2,000	-1,540	0	估值比率					
股利及利息支付	-2,025	-1,528	-1,295	-1,279	-1,335	P/E	272	31	20	17	16
股东融资	0	0	0	0	0	P/B	2	2	2	2	2
其他影响	-1,010	-2,972	982	606	584	EV/EBITDA	28	16	13	12	12

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。