



锦江酒店 (600754.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

收购少数股权，增厚业绩、降本增效

事件

12月24日公司公告收购公告，旗下全资子公司 Plateno 收购 Lavanda、Xana、Coffetel 三家标的公司 38%、32%、38% 股份，交易价格分别为 11.01/2.90/3.24 亿元，收购完成后将分别持家三个标的公司 95% 股权。交割完成 3 个月内三家标的公司剩余 5% 股权将注销，注销完成后三个标的公司将成由锦江 100% 控股。

点评

收购少数股权利于增厚业绩。公司于 16 年收购铂涛集团 81.0034% 股权，三次增持后于 2021 年 6 月完成对铂涛集团 100% 控股。Lavanda、Xana、Coffetel 三家标的公司分别运营铂涛旗下麗枫、希岸、喆啡品牌，截至 1H24 在营酒店分别为 1269/566/659 家，23 年净利润分别为 2.69 亿元/8179 万元/7719 万元、净利率 33.7%/28.9%/29.9%。我们认为三家标的公司运营酒店数量较多、业绩表现较好，尤其是麗枫达到千店以上、净利率超过 30%，对公司业绩将形成增厚，若按照 23 年备考净利水平计算，本次收购及后续剩余 5% 股权注销完成后，有望增厚公司业绩约 1.46 亿元。

利于提升对子公司控制力度，有助于锦江内部管理效率提升。过去公司内部存在本部、铂涛、维也纳三大体系架构冗余问题，2020 年中国区改革以来不断优化，我们认为本次少数股权收购有利于进一步整合公司资源、降低管理成本、提高内部决策效率。

本次交易 PE 估值低于行业均值、对价合理，卖方 60-70% 所得款将用于购买锦江股份、与公司利益继续绑定。按照 23 年净利润计算本次交易对应 PE 估值分别为 10.64/10.66/10.62X。参考当前上市公司 PE 估值（根据 2024/12/24 的 iFind 一致预期，当前锦江/首旅/华住/君亭 2024E PE 分别为 22.3/19.5/109.3/20.0X），本次交易估值低于行业水平、对价合理。本次交易资金来源为公司自有资金及银行贷款，全部交易价款以现金方式支付，同时卖方同意将所得交易款的 60-70% 用于购买锦江酒店股票、对应 10.29~12.01 亿元，按照 2024/12/24 收盘价计算，需购买 3922~4575 万股、对应总股本的 3.67%~4.28%，锁定期 5 年、分 4 批解锁，我们认为有助于在后续一段时间内继续将原股东利益与上市公司利益挂钩。

盈利预测、估值与评级

考虑本次收购完成，我们预计 24E~26E 归母净利 12.0/14.3/17.4 亿元，对应 PE 为 23.4/19.7/16.1X，维持“买入”评级。

风险提示

行业价格战加剧风险，境外利息费用压力，改革进度不及预期等。

国金证券研究所

分析师：叶思嘉 (执业 S1130523080001)

yesijia@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

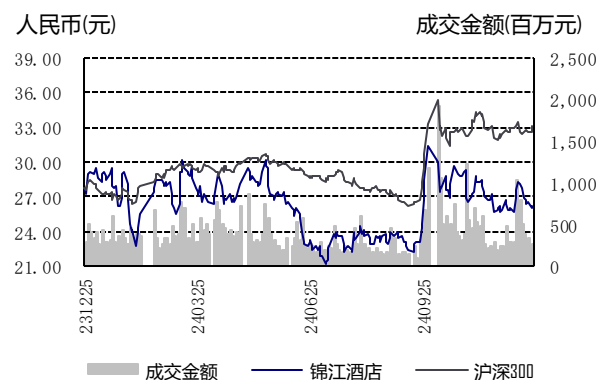
市价 (人民币)：26.24 元

相关报告：

1. 《锦江酒店公司点评：Q3 承压，期待降债、改革效果》，2024.10.31

2. 《锦江酒店 1H24 预告点评：关注境外减亏、内部改革等边际改善》，2024.7.14

3. 《锦江酒店公司点评：海外付息压力仍存，期待资本结构优化》，2024.4.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,008	14,649	14,360	14,934	15,613
营业收入增长率	-2.92%	33.08%	-1.98%	4.00%	4.54%
归母净利润(百万元)	113	1,002	1,201	1,427	1,741
归母净利润增长率	12.79%	782.71%	19.91%	18.82%	21.97%
摊薄每股收益(元)	0.106	0.936	1.123	1.334	1.627
每股经营性现金流净额	2.09	4.82	0.70	2.80	3.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.68%	6.01%	6.74%	7.58%	8.49%
P/E	550.18	31.94	23.38	19.67	16.13
P/B	3.77	1.92	1.58	1.49	1.37

来源：公司年报、国金证券研究所


图表1: 公司本次收购三大标的公司股权明细

标的公司	锦江-Plateno原持股比例			少数股权卖方					收购小计	交易价格(亿元)	收购后锦江持股比例
	Prosperous	MapleL	Fortune News	DaChow	DeerHarvest	Plan 2	Sammuel Trading				
Lavanda	57%	19%	19%	-	-	-	-	-	38.00%	11.01	95.00%
Xana	63%	-	-	15.20%	5.70%	11.40%	-	-	32.30%	2.90	95.00%
Coffetel	57%	19%	-	7.35%	-	-	4.75%	6.90%	38.00%	3.24	95.00%
合计	-	-	-	-	-	-	-	-	-	17.15	-

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表2: 公司本次收购三大标的公司业绩情况及估值

标的公司	主营酒店品牌	交易价格(亿元)	收购股份	评估值(亿元)	财务数据(亿元, 2023)			财务比率		PE估值(X)
					营收	营业利润	净利	营业利润率	净利率	
Lavanda	麗枫	11.01	38.0%	28.58	7.96	3.90	2.69	49.01%	33.74%	10.64
Xana	希岸	2.90	32.3%	8.72	2.83	1.14	0.82	40.39%	28.88%	10.66
Coffetel	喆啡	3.24	38.0%	8.20	2.58	1.08	0.77	41.73%	29.92%	10.62

来源: 公司公告, 国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	11,339	11,008	14,649	14,360	14,934	15,613
增长率	-34%	-2.9%	33.1%	-2.0%	4.0%	4.5%
主营业务成本	-7,458	-7,364	-8,498	-8,557	-8,523	-8,746
%销售收入	65.8%	66.9%	58.0%	59.6%	57.1%	56.0%
毛利	3,881	3,644	6,151	5,802	6,412	6,867
%销售收入	34.2%	33.1%	42.0%	40.4%	42.9%	44.0%
营业税金及附加	-124	-128	-163	-159	-166	-173
%销售收入	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	-887	-776	-1,160	-1,222	-1,202	-1,227
%销售收入	7.8%	7.1%	7.9%	8.5%	8.0%	7.9%
管理费用	-2,321	-2,348	-2,745	-2,613	-2,613	-2,691
%销售收入	20.5%	21.3%	18.7%	18.2%	17.5%	17.2%
研发费用	-18	-12	-24	-22	-22	-23
%销售收入	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	531	379	2,059	1,787	2,409	2,752
%销售收入	4.7%	3.4%	14.1%	12.4%	16.1%	17.6%
财务费用	-540	-475	-690	-685	-621	-523
%销售收入	4.8%	4.3%	4.7%	4.8%	4.2%	3.3%
资产减值损失	-12	-41	-68	0	0	0
公允价值变动收益	-57	201	161	58	50	50
投资收益	224	172	206	652	100	100
%税前利润	37.1%	34.8%	11.5%	33.1%	4.8%	4.0%
营业利润	577	462	1,801	2,007	2,068	2,509
营业利润率	5.1%	4.2%	12.3%	14.0%	13.8%	16.1%
营业外收支	27	33	-7	-39	0	0
税前利润	605	495	1,793	1,967	2,068	2,509
利润率	5.3%	4.5%	12.2%	13.7%	13.8%	16.1%
所得税	-305	-250	-516	-562	-517	-627
所得税率	50.5%	50.5%	28.8%	28.6%	25.0%	25.0%
净利润	299	245	1,277	1,405	1,551	1,882
少数股东损益	199	132	275	204	124	141
归属于母公司的净利润	101	113	1,002	1,201	1,427	1,741
净利率	0.9%	1.0%	6.8%	8.4%	9.6%	11.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	299	245	1,277	1,405	1,551	1,882
少数股东损益	199	132	275	204	124	141
非现金支出	2,437	2,379	2,289	1,004	935	950
非经营收益	305	-83	201	-713	546	451
营运资金变动	-975	-303	1,394	-945	-36	124
经营活动现金净流	2,067	2,238	5,162	751	2,996	3,406
资本开支	-538	-482	-724	1,613	-520	-520
投资	-21	672	1,899	84	400	50
其他	-3,427	42	-65	652	100	100
投资活动现金净流	-3,986	232	1,111	2,349	-20	-370
股权募资	4,978	0	0	0	-350	0
债权募资	-1,359	-935	279	-1,273	-51	-709
其他	-2,685	-2,623	-3,849	-940	-860	-765
筹资活动现金净流	935	-3,558	-3,569	-2,213	-1,261	-1,475
现金净流量	-1,025	-1,075	2,735	886	1,714	1,561

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,433	6,915	10,295	8,778	8,750	9,041
应收款项	2,270	2,685	2,348	2,400	2,455	2,567
存货	77	68	67	70	70	72
其他流动资产	820	794	841	807	766	780
流动资产	9,600	10,463	13,551	12,054	12,042	12,460
%总资产	19.9%	22.1%	26.8%	26.4%	26.7%	27.6%
长期投资	1,581	1,624	1,776	1,750	1,400	1,400
固定资产	5,608	5,445	5,589	3,888	3,979	4,041
%总资产	11.6%	11.5%	11.0%	8.5%	8.8%	8.9%
无形资产	19,313	19,457	20,105	20,110	20,097	20,082
非流动资产	38,663	36,968	37,036	33,548	32,983	32,753
%总资产	80.1%	77.9%	73.2%	73.6%	73.3%	72.4%
资产总计	48,263	47,431	50,587	45,602	45,025	45,214
短期借款	7,394	6,807	5,903	7,080	8,029	7,319
应付款项	2,852	3,064	4,339	3,641	3,626	3,722
其他流动负债	2,016	1,940	2,430	2,247	2,239	2,391
流动负债	12,262	11,811	12,672	12,968	13,893	13,432
长期贷款	7,994	8,058	9,893	7,793	6,793	6,793
其他长期负债	10,671	10,412	10,662	6,140	4,500	3,333
负债	30,927	30,281	33,226	26,900	25,186	23,558
普通股股东权益	16,612	16,573	16,677	17,814	18,827	20,504
其中：股本	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070	1,070
未分配利润	2,263	2,316	3,070	4,207	5,570	7,247
少数股东权益	725	577	684	888	1,012	1,152
负债股东权益合计	48,263	47,431	50,587	45,602	45,025	45,214

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.094	0.106	0.936	1.123	1.334	1.627
每股净资产	15.524	15.488	15.585	16.648	17.595	19.162
每股经营现金净流	1.931	2.091	4.824	0.702	2.799	3.183
每股股利	0.058	0.053	0.060	0.060	0.060	0.060
回报率						
净资产收益率	0.61%	0.68%	6.01%	6.74%	7.58%	8.49%
总资产收益率	0.21%	0.24%	1.98%	2.63%	3.17%	3.85%
投入资本收益率	0.76%	0.56%	4.19%	3.80%	5.21%	5.77%
增长率						
主营业务收入增长率	14.56%	-2.92%	33.08%	-1.98%	4.00%	4.54%
EBIT增长率	N/A	-28.6%	443.0%	-13.23%	34.84%	14.23%
净利润增长率	-8.70%	12.79%	782.7%	19.9%	18.82%	21.97%
总资产增长率	24.92%	-1.72%	6.65%	-9.85%	-1.27%	0.42%
资产管理能力						
应收账款周转天数	42.3	56.5	44.3	43.0	42.0	42.0
存货周转天数	3.7	3.6	2.9	3.0	3.0	3.0
应付账款周转天数	70.0	59.2	59.4	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	165.0	163.1	123.7	81.9	80.0	77.1
偿债能力						
净负债/股东权益	50.25%	44.94%	30.17%	31.18%	29.28%	22.20%
EBIT利息保障倍数	1.0	0.8	3.0	2.6	3.9	5.3
资产负债率	64.08%	63.84%	65.68%	58.99%	55.94%	52.10%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	8	25	31	87
增持	0	1	12	12	6
中性	0	1	4	4	6
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.30	1.49	1.43	1.18

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-07-16	买入	46.33	N/A
2	2023-08-30	买入	40.20	N/A
3	2023-10-31	买入	32.39	N/A
4	2024-01-31	买入	27.52	N/A
5	2024-04-02	买入	28.02	N/A
6	2024-04-30	买入	28.84	N/A
7	2024-07-14	买入	22.98	N/A
8	2024-10-31	买入	29.28	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持





特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究