

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

买入

核心观点

今年一季度，公司扣非归母净利润已超疫前。2023Q1，公司实现营收 29.22 亿元/+25.22%，较 2019Q1 恢复 87.57%；归母净利润 1.30 亿元/+208.53%，较 2019Q1 恢复 44.10%；扣非归母净利润 0.92 亿元/+142.34%，**较 2019Q1 增 30.19%**，主要系境内酒店净利润恢复超疫情前所致，但海外卢浮增亏。

一季度，国内酒店净利润较疫情前大幅增长，海外卢浮因通胀加息增亏。2023Q1，国内酒店收入 20.31 亿元/+20.05%，较 2019Q1 恢复 84%，估算净利润近 2 亿元，较疫前或翻倍增长，体现公司过去三年整合成效；海外酒店收入 8.33 亿元/+45.68%，恢复 95%，但因通胀和加息成本费用增加，亏损 2188 万欧元（折合约 1.65 亿 RMB），较 2019Q1 亏约 679 欧元明显增亏，对 Q1 业绩拖累较大（2019Q1 亏损约）；餐饮业绩估算约 1 亿元，其中包括无锡肯德基公允价值变动损益贡献 0.30 亿+影响。

2023Q1，公司国内外酒店整体 RevPAR 恢复均超疫情前。2023Q1，公司国内酒店 RevPAR148 元/+41%（ADR+16%/OCC+11pct），**较 2019Q1 恢复 103%（ADR+17%/OCC-9pct）**，其中中端酒店和经济型酒店各恢复 90%/87%。**海外酒店** 2023Q1 RevPAR36 欧元/+37%，较 19Q1 恢复 110%（其中中端和经济型酒店各恢复 120%/107%），价格驱动为主。**展店方面**，公司 2023Q1 新开店 195 家/关店 84 家/净增 111 家（直营/加盟-9/+120 家，中端/经济型+118/-7 家），加盟与中高端占比持续提升，高质量发展下净增情况良好。截至 23Q1 末，公司已开业酒店 11671 家，酒店客房总数 111 万间，已签约酒店 15,911 家，对应客房规模 151 万间。

公司预计 2023Q2 国内外酒店整体 REVPAR 恢复 110-115%，恢复明显加速。展望 Q2Q3，在行业出清背景下，旅游旺季&商旅需求有望助力行业景气持续向上。公司预计 2023Q2 国内、国外酒店整体 RevPAR 恢复至 2019Q2 的 110%-115%，复苏提速。同时，立足一中心三平台战略，公司过去三年中后台全面整合，Q1 国内酒店净利润较疫前大幅增长初步验证；今年收购 Wehotel 和 GPP 等有望进一步加速前中后台整合，未来前端 CRS 贡献和加盟收费提升有望进一步助力收益增长。综合来看，在上海国企加快建设世界一流企业考核背景下，公司对标打造世界一流酒管集团方向不变，目前正积极推动 GDR 发行，未来国内外整合扩张有望持续提速。此外，在国企改革深化下，公司未来也不排除激励持续优化，在酒店规模已成为国内第一背景下，进一步聚焦高质量发展，全面做大更做强。

风险提示：收购整合低于预期，前端收费改善不及预期，商誉减值风险等。

投资建议：维持买入评级。考虑海外通胀加息背景下卢浮经营仍有压力，我们下调 2023-2025 年 EPS 至 1.44/2.10/2.59 元（此前为 1.55/2.18/2.61 元，主要下调卢浮贡献，国内不变），对应估值 37/25/21x。公司系国内酒店规模第一，过去三年行业出清下龙头地位进一步提升。展望 Q2Q3，酒店行业景气有望持续向上，而公司过去三年一中心三平台全面整合提效在复苏背景下业绩弹性可期，同时未来前端整合潜力逐步释放和国内外扩张提供中线持续增长想象空间，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：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 53.49 元
 总市值/流通市值 57237/57237 百万元
 52 周最高价/最低价 68.06/47.03 元
 近 3 个月日均成交额 424.96 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

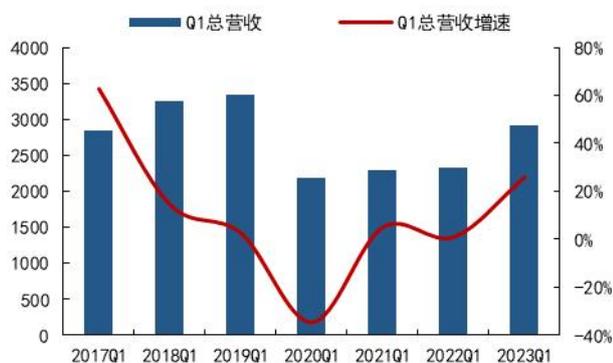
- 《锦江酒店 (600754.SH) -2022 年继续推进整合，期待 2023 年全面复苏成长》——2023-04-13
- 《锦江酒店 (600754.SH) -收购 Wehotel 强化前端整合，持续助力高质量发展》——2022-11-26
- 《锦江酒店 (600754.SH) -第三季度海外复苏加速，积极打造全球一流酒店集团》——2022-10-30
- 《锦江酒店 (600754.SH) -经营平稳开店节奏放缓 拟发行 GDR 助力全球化战略》——2022-08-31
- 《锦江酒店 (600754.SH) -疫情扰动境内表现，关注复苏预期与平台整合》——2022-04-30

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	14,330	16,025	17,549
(+/-%)	14.6%	-2.9%	30.2%	11.8%	9.5%
净利润(百万元)	101	113	1539	2250	2771
(+/-%)	-8.7%	12.8%	1255.7%	46.2%	23.2%
每股收益(元)	0.09	0.11	1.44	2.10	2.59
EBIT Margin	4.7%	3.4%	16.8%	21.2%	22.9%
净资产收益率(ROE)	0.6%	0.7%	9.0%	12.4%	14.4%
市盈率(PE)	568.8	504.4	37.2	25.4	20.7
EV/EBITDA	74.4	90.1	28.2	20.2	19.0
市净率(PB)	3.45	3.45	3.33	3.16	2.98

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

今年一季度，公司扣非归母净利润已超疫前。2023Q1，公司实现营收 29.22 亿元/+25.22%，较 2019Q1 恢复 87.57%；归母净利润 1.30 亿元/+208.53%，较 2019Q1 恢复 44.10%；扣非归母净利润 0.92 亿元/+142.34%，较 2019Q1 增 30.19%，主要系境内酒店净利润恢复超疫情前所致，但海外卢浮增亏。

图1：锦江酒店 Q1 营业收入及增速（单位：百万元、%）



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 Q1 净利润及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2023Q1，国内酒店净利润较疫情前大幅增长，海外卢浮因通胀加息增亏。2023Q1，国内酒店收入 20.31 亿元/+20.05%，较 2019Q1 恢复 84%，估算净利润近 2 亿元（根据公司整体、境外卢浮、餐饮业绩倒推估算），较疫前或翻倍增长，体现公司过去三年整合成效；海外酒店收入 8.33 亿元/+45.68%，恢复 95%，但因通胀和加息成本费用增加，亏损 2188 万欧元（折合约 1.65 亿 RMB），对 Q1 业绩拖累较大；餐饮业绩估算约 1 亿元，主要参考上海及苏锡杭肯德基过往一季度业绩贡献及无锡肯德基公允价值变动损益贡献 0.30 亿+ 推算。

图3：锦江境内外酒店 Q1 营收及恢复（单位：亿元、%）



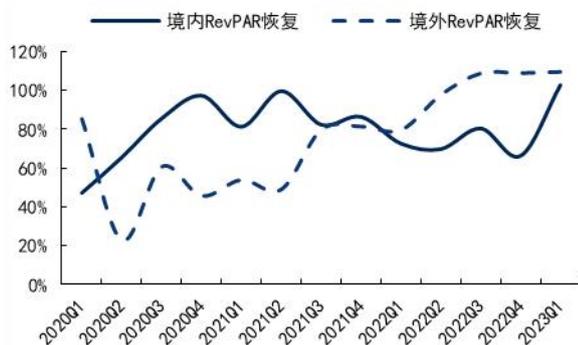
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：卢浮集团季度业绩变化（单位：万欧元）

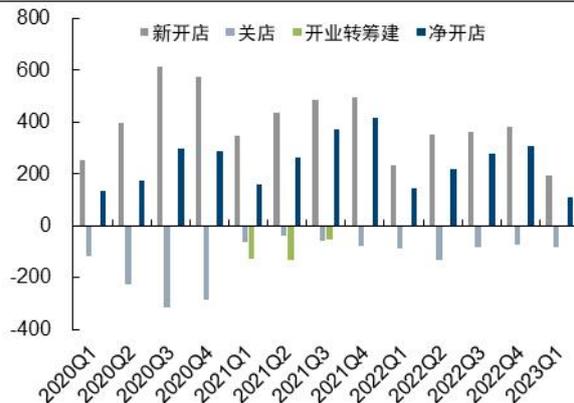


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2023Q1，公司国内外酒店整体 RevPAR 恢复均超疫情前，价格驱动为主。2023Q1，公司国内酒店 RevPAR148 元/+41%（ADR+16%/OCC+11pct），较 2019Q1 恢复 103%（ADR+17%/OCC-9pct），其中中端酒店和经济型酒店各恢复 90%/87%。海外酒店 2023Q1RevPAR36 欧元/+37%，较 19Q1 恢复 110%（其中中端和经济型酒店各恢复 120%/107%），价格驱动为主。

图5: 锦江境内外酒店季度 RevPAR 恢复趋势


资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 锦江季度开店情况


资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理

展店方面, 2023Q1 新增 195 家店, 开店速度有所放缓, 加盟与中高端占比持续提升。2023Q1 新开店 195 家, 关店 84 家, 净开店 111 家 (22Q1 新开 232 家, 净增 144 家), 高质量发展下净增情况良好。具体来看, 23Q1 直营-9 家/加盟+120 家, 中端+118 家/经济型-7 家, 公司继续着力于布局轻资产与中端市场, 加盟与中高端占比持续提升。

截至 23Q1 末, 已开业酒店达 11671 家 (加盟占比 92.91%, 中高端占比 56.05%), 酒店客房总数达到 1,111,346 间 (加盟占比 91.7%, 中高端占比 64.47%), 稳居国内酒店龙头 NO.1。截至 2023Q1 末, 公司已经签约的酒店规模合计达到 15,911 家, 已经签约的酒店客房规模合计达到 1,513,631 间, 助力后续扩张。

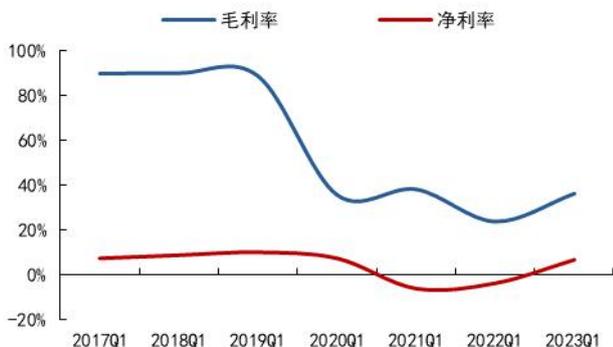
表1: 截止 2023Q1, 公司开业酒店情况

	开业酒店家数		开业客房间数	
	酒店家数	占比 (%)	客房间数	占比 (%)
中端酒店	6542	56.05	716472	64.47
经济型酒店	5129	43.95	394874	35.53
全部酒店	11671	100	1111346	100
其中: 直营店	827	7.09	92223	8.3
加盟店	10844	92.91	1019123	91.7

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

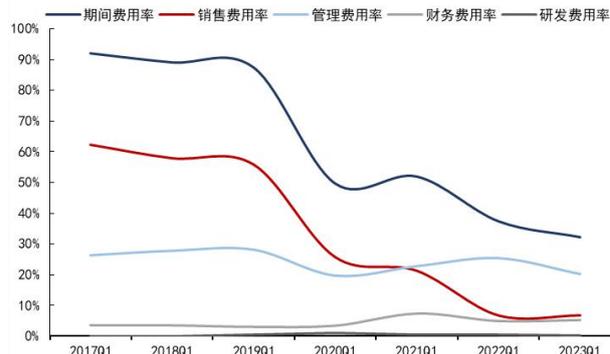
财务分析: 2023Q1, 公司毛利率净利率同比提升明显, 期间费用率控制改善。2023Q1, 公司毛利率为 35.78%, 同比增加 12.49pct, 净利率 6.41%, 同比提升 10.31pct, 主要系经营有所恢复; 期间费用率同比减少 5.17pct, 主要系管理费用率同比 -5.22pct 所致, 销售/财务/研发费用率各同比 +0.04pct/+0.32pct/-0.31pct。

图7: 锦江毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 锦江期间费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

未来展望: 公司预计 2023Q2 国内外酒店整体 REVPAR 恢复 110-115%，恢复明显加速。展望 Q2Q3，在行业出清背景下，旅游旺季&商旅需求有望助力行业景气持续向上。公司预计 2023Q2 国内、国外酒店整体 RevPAR 恢复至 2019Q2 的 110%-115%，复苏提速。同时，立足一中心三平台战略，公司过去三年中后台全面整合，Q1 国内酒店净利润较疫前大幅增长初步验证；今年收购 Wehotel 和 GPP 等有望进一步加速前中后台整合，未来前端 CRS 贡献和加盟收费提升有望进一步助力收益增长。综合来看，在上海国企加快建设世界一流企业考核背景下，公司对标打造世界一流酒管集团方向不变，目前正积极推动 GDR 发行，未来国内外整合扩张有望持续提速。此外，在国企改革深化下，公司未来也不排除激励持续优化，在酒店规模已成为国内第一背景下，进一步聚焦高质量发展，全面做大更做强。

表2: 公司过去几年开店目标及完成情况

	计划新增开业	计划新增签约	实际新开	实际净增	年底签约酒店
2018	900 家	1500 家	1,243	749	10,898
2019	900 家	1500 家	1,617	1,071	13,058
2020	-未披露	-	1,842	892	14,458
2021	1500 家	2500 家	1,763	1,207	15,373
2022	1200 家	2200 家	1,328	947	15,955
2023	1200 家	2000 家			

资料来源: 公司公告，国信证券经济研究所整理注：其中 2022 年目标为年中调整后

投资建议: 考虑海外通胀加息背景下卢浮经营仍有压力，我们下调 2023-2025 年 EPS 至 1.44/2.10/2.59 (此前为 1.55/2.18/2.61，主要下调卢浮贡献，国内不变)，对应估值 37/25/21x。公司系国内酒店规模第一，过去三年行业出清下龙头地位进一步提升。展望 Q2Q3，酒店行业景气有望持续向上，而公司过去三年一中心三平台全面整合提效在复苏背景下业绩弹性可期，同时未来前端整合潜力逐步释放和国内外扩张提供中线持续成长想象空间，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济风险、大规模传染疫情、自然灾害等系统性风险；
 出行限制等相关政策风险；
 新开门店低于预期、收购整合或国企改革进度可能低于预期；
 行业供给过剩及竞争格局加剧等风险；
 公司过往并购较多，可能存在商誉减值风险。

表3：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				投资评级
		2023/4/12	亿元	22A	23E	24E	25E	22A	23A	24E	25E	
600754.SH	锦江酒店	53.49	572.37	0.11	1.44	2.10	2.59	504	37	25	21	买入
600258.SH	首旅酒店	21.66	242.34	-0.52	0.76	1.12	1.31	-	28	19	17	增持
1179.HK	华住集团-S	36.00	1036.98	-0.43	0.80	1.14	1.38	-	40	28	23	买入
301073.SZ	君亭酒店	58.59	75.95	0.25	0.86	1.29	1.78	238	68	46	33	买入

资料来源：公司公告，WIND, 国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	6433	6915	9523	6325	14713	营业收入	11339	11008	14330	16025	17549
应收款项	2192	2560	3000	2348	2443	营业成本	7458	7364	8313	8823	9566
存货净额	77	68	240	439	751	营业税金及附加	124	128	158	176	193
其他流动资产	621	622	716	801	790	销售费用	887	776	931	883	904
流动资产合计	9600	10463	13733	10168	18952	管理费用	2321	2348	2511	2726	2849
固定资产	5608	5445	5683	6168	6602	研发费用	18	12	14	16	18
无形资产及其他	6708	6851	6578	6305	6032	财务费用	540	475	282	192	135
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	(55)	205	(40)	(40)	(40)
资产总计	48263	47431	50667	47313	56259	其他收入	399	169	(14)	(16)	(18)
短期借款及交易性金融负债	7394	6807	6943	1911	7394	营业利润	577	462	2200	3304	3960
应付款项	1073	1315	3267	4616	7507	营业外净收支	27	33	168	25	25
其他流动负债	3795	3688	4503	4410	4351	利润总额	605	495	2368	3329	3985
流动负债合计	12262	11811	14712	10937	19252	所得税费用	305	250	639	865	996
长期借款及应付债券	7994	8058	7758	7258	6758	少数股东损益	199	132	190	214	217
其他长期负债	10671	10412	10412	10412	10412	归属于母公司净利润	101	113	1539	2250	2771
长期负债合计	18665	18470	18170	17670	17170	现金流量表 (百万元)					
负债合计	30927	30281	32882	28608	36422	净利润	101	113	1539	2250	2771
少数股东权益	725	577	596	618	639	资产减值准备	(68)	2	0	0	0
股东权益	16612	16573	17189	18088	19197	折旧摊销	654	592	795	849	899
负债和股东权益总计	48263	47431	50667	47313	56259	公允价值变动损失	55	(205)	40	40	40
关键财务与估值指标						财务费用	540	475	282	192	135
每股收益	0.09	0.11	1.44	2.10	2.59	营运资本变动	(4210)	1033	2061	1625	2437
每股红利	0.57	0.43	0.86	1.26	1.55	其它	(941)	(404)	19	21	21
每股净资产	15.52	15.49	16.06	16.90	17.94	经营活动现金流	(4410)	1132	4454	4785	6170
ROIC	1%	1%	7%	10%	13%	资本开支	0	(486)	(801)	(1101)	(1101)
ROE	1%	1%	9%	12%	14%	其它投资现金流	(23)	(19)	42	0	0
毛利率	34%	33%	42%	45%	45%	投资活动现金流	(3)	(345)	(759)	(1101)	(1101)
EBIT Margin	5%	3%	17%	21%	23%	权益性融资	(40)	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	9%	22%	27%	28%	负债净变化	(6546)	64	(300)	(500)	(500)
收入增长	15%	-3%	30%	12%	10%	支付股利、利息	(612)	(461)	(923)	(1350)	(1663)
净利润增长率	-9%	13%	1256%	46%	23%	其它融资现金流	18409	489	136	(5032)	5483
资产负债率	66%	65%	66%	62%	66%	融资活动现金流	4053	(304)	(1087)	(6882)	3320
息率	1.1%	0.8%	1.6%	2.4%	2.9%	现金净变动	(360)	483	2607	(3198)	8388
P/E	568.8	504.4	37.2	25.4	20.7	货币资金的期初余额	6793	6433	6915	9523	6325
P/B	3.4	3.5	3.3	3.2	3.0	货币资金的期末余额	6433	6915	9523	6325	14713
EV/EBITDA	74.4	90.1	28.2	20.2	19.0	企业自由现金流	0	1327	3809	3889	5250
						权益自由现金流	0	1880	3439	(1785)	10132

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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

+++