

研究所
 证券分析师： 芦冠宇 S0350521110002
 luyg@ghzq.com.cn
 联系人： 周钰筠 S0350121110018
 zhouyy02@ghzq.com.cn

Q1 境内外经营恢复超疫前，收入摊薄叠加控本措施费率下降

——锦江酒店（600754）2023年一季报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

2023/04/28

表现	1M	3M	12M
锦江酒店	-10.3%	-7.4%	0.7%
沪深300	0.7%	-3.6%	2.8%

市场数据

2023/04/28

当前价格(元)	53.49
52周价格区间(元)	47.03-68.06
总市值(百万)	57,236.66
流通市值(百万)	48,892.22
总股本(万股)	107,004.41
流通股本(万股)	91,404.41
日均成交额(百万)	607.41
近一月换手(%)	1.19

相关报告

《——锦江酒店（600754）点评报告：疫情影响下经营承压，看好疫后复苏弹性（增持）*酒店餐饮*芦冠宇》——2023-04-13

《——锦江酒店（600754）2022年三季报点评：Q3扣非归母扭亏为盈，境外复苏超疫前（增持）*酒店餐饮*芦冠宇》——2022-10-30

《——锦江酒店（600754）2022年中报点评：境外复苏接近疫前，拟发GDR迈入全球化（增持）*酒店餐饮*芦冠宇》——2022-09-03

《——锦江酒店（600754）2022年一季报点评：

事件：

锦江酒店发布2023年一季报：2023Q1实现营业收入29.22亿元/同比+25.22%，其中酒店业务营业收入28.64亿元/同比+25.88%，食品及餐饮业务营收0.58亿元/同比-0.60%；归母净利润1.30亿元（2022Q1为-1.22亿元），较2022Q1增加2.52亿元；扣非归母净利润0.92亿元（2022Q1为-2.17亿元），较2022Q1增加3.09亿元。非经常损益中交易性金融资产公允价值变动带来的0.33亿损益，主要源于无锡肯德基续约，特许经营权期限延长导致期末公允价值上升。

投资要点：

- 受益于RevPAR恢复，境内持续加盟费实现高增。2023Q1，境内酒店实现营业收入20.31亿元/同比+19.23%，其中前期服务费收入0.56亿元/同比-48.43%，持续加盟费收入8.95亿元/同比+30.38%；2）境外酒店实现营收8.33亿元/同比+45.68%，卢浮集团实现归母净利润-2188万欧元。
- Q1境内外RevPAR恢复超疫前，预计Q2有望恢复至110-115%。
 1）境内：2023Q1RevPAR为147.54元，恢复至2019年同期的102.62%（恢复度相较2019年同期，下同）；OCC为61.66%，恢复至87.44%；ADR为239.28元，恢复至117.36%。
 2）境外：2023Q1RevPAR为35.67欧元，恢复至109.62%；OCC为57.20%，恢复至97.20%；ADR为62.36欧元，恢复至112.79%。
 3）预计2023Q2境内外平均RevPAR恢复至2019年的110%-115%。

■ 储备酒店稳定增长，开店节奏恢复。

1）截至2023年3月31日，已签约酒店规模合计达到15911家，同比+1.82%，其中已开业酒店合计达11671家/同比+8.50%；

2）2023Q1新开业酒店195家/同比-15.95%，占全年开店计划1200家的16.25%（2021Q1为23.13%），开店速度（开店数量/上季度存量酒店数量）为1.69%（2021Q1为3.69%）；

疫情扰动影响业绩，境外复苏启动（增持）*酒店*芦冠宇》——2022-04-30

《——锦江酒店（600754）2021 年报点评：开店超预期，Q4 境内疫情反复再度承压（增持）*酒店*芦冠宇》——2022-03-29

3) 加盟酒店为净增店的绝对主力。净增酒店 111 家/同比-22.92%，其中，中高端酒店净增 118 家/同比-16.90%，占比 106.31%；经济型酒店净增-7 家/同比-450%，占比-6.31%。

- **收入高增摊薄叠加持续控本措施，成本费用率有所下滑。**2023Q1 成本费用合计 28.59 亿元/同比+6.72%，占收比 97.82%/同比-16.95pct。其中，期间费用率 32.35%/同比-5.17pct。销售费用 2.00 亿元/同比+25.94%，销售费用率 6.85%/同比+0.04pct；管理费用 5.88 亿元/同比-0.57%，管理费用率 20.14%/同比-5.22pct；财务费用 1.52 亿元/同比+33.40%，财务费用率 5.21%/同比+0.32pct；研发费用 0.05 亿元/同比-57.54%，研发费用率 0.16%/同比-0.31pct。
- **盈利预测和投资评级：**未来经济持续复苏、出行意愿逐步恢复，基于此我们上调此前盈利预测，预计 2023-2025 年实现营业收入 142.06/159.59/174.50 亿元，同比增长 29%/12%/9%，归母净利润 14.77/21.47/27.27 亿元，同比增长 1201%/45%/27%，对应 PE 为 38.76/26.66/20.99x，由于复苏节奏具有不确定性，需保持谨慎，故维持“增持”评级。
- **风险提示：**消费复苏不及预期；拓店速度不及预期；收购推进不及预期；宏观经济波动影响消费活力；管理效率提升不及预期。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	11008	14206	15959	17450
增长率（%）	-3	29	12	9
归母净利润（百万元）	113	1477	2147	2727
增长率（%）	19	1201	45	27
摊薄每股收益（元）	0.11	1.38	2.01	2.55
ROE（%）	1	8	11	12
P/E	549.95	38.76	26.66	20.99
P/B	3.77	3.17	2.83	2.50
P/S	5.67	4.03	3.59	3.28
EV/EBITDA	28.21	26.47	18.54	13.91

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：锦江酒店盈利预测表

证券代码:	600754				股价:	53.49		投资评级:	增持		日期:	2023/04/28	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	1%	8%	11%	12%	EPS	0.11	1.38	2.01	2.55				
毛利率	33%	42%	45%	48%	BVPS	15.49	16.87	18.87	21.42				
期间费率	33%	28%	27%	26%	估值								
销售净利率	1%	10%	13%	16%	P/E	549.95	38.76	26.66	20.99				
成长能力					P/B	3.77	3.17	2.83	2.50				
收入增长率	-3%	29%	12%	9%	P/S	5.67	4.03	3.59	3.28				
利润增长率	19%	1,201%	45%	27%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	0.23	0.28	0.30	0.31	营业收入	11008	14206	15959	17450				
应收账款周转率	5.94	8.21	6.96	8.28	营业成本	7364	8251	8725	9117				
存货周转率	162.28	216.46	399.70	236.56	营业税金及附加	128	143	152	158				
偿债能力					销售费用	776	870	920	961				
资产负债率	64%	63%	60%	57%	管理费用	2348	2631	2782	2907				
流动比	0.89	0.99	1.14	1.30	财务费用	475	533	563	589				
速动比	0.83	0.94	1.09	1.26	其他费用/(-收入)	12	13	14	15				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	462	2294	3333	4233				
现金及现金等价物	7157	10412	11508	15769	营业外净收支	33	-5	-5	-5				
应收款项	1854	1730	2292	2106	利润总额	495	2290	3328	4228				
存货净额	68	66	40	74	所得税费用	250	572	832	1057				
其他流动资产	1383	1209	1579	1357	净利润	245	1717	2496	3171				
流动资产合计	10463	13417	15418	19306	少数股东损益	132	240	349	444				
固定资产	4918	5029	5140	5252	归属于母公司净利润	113	1477	2147	2727				
在建工程	527	534	542	550	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	31047	31205	31364	31522	经营活动现金流	2238	3266	1108	4273				
长期股权投资	477	469	460	452	净利润	113	1477	2147	2727				
资产总计	47431	50654	52925	57081	少数股东权益	132	240	349	444				
短期借款	149	299	449	599	折旧摊销	2337	248	248	248				
应付款项	1315	2058	1509	2218	公允价值变动	-201	-127	-127	-127				
预收帐款	8	10	11	12	营运资金变动	-303	1726	-1212	1278				
其他流动负债	10338	11189	11601	11966	投资活动现金流	232	-50	-50	-50				
流动负债合计	11811	13556	13570	14795	资本支出	-482	-497	-497	-497				
长期借款及应付债券	8058	8122	8186	8251	长期投资	672	-192	-192	-192				
其他长期负债	10412	10108	9805	9501	其他	42	640	640	640				
长期负债合计	18470	18231	17991	17751	筹资活动现金流	-3558	38	38	38				
负债合计	30281	31786	31561	32546	债务融资	-935	38	38	38				
股本	1070	1070	1070	1070	权益融资	0	0	0	0				
股东权益	17150	18868	21364	24535	其它	-2623	0	0	0				
负债和股东权益总计	47431	50654	52925	57081	现金净增加额	-1075	3255	1096	4261				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【商社小组介绍】

芦冠宇：商社首席分析师。杜伦大学/四川大学。曾就职于国泰君安证券、中信建投证券、方正证券。2017年新财富中国最佳分析师评选社会服务行业第二名核心成员；2017和2018年金牛奖餐饮旅游行业最佳分析师第一名核心成员；2017和2018年水晶球社会服务行业第二名核心成员；2018年中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师餐饮旅游行业第二名核心成员。

邱武斌：北京大学硕士，四年多买方、卖方研究经验，主要覆盖电子烟、培育钻石、景区、餐饮等行业。

李宇宸：香港中文大学，主要覆盖餐饮、茶饮及化妆品行业。

周钰筠：对外经济贸易大学金融本硕，主攻免税、酒店、黄金珠宝、电商代运营板块。

李昭璇：本科对外经贸大学投资学，硕士约翰霍普金斯大学金融学，主攻医美板块。

熊思雨：中山大学硕士，主要覆盖化妆品、人力资源板块。

【分析师承诺】

芦冠宇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。