

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

买入

核心观点

三季报整体符合预期。2023 年前三季度，公司实现营收 109.62 亿元/+32.71%，较 2019 年同期恢复 97%；实现归母/扣非净利润各 9.75/8.02 亿元，较 2019 年同期各恢复 112%/100%。第三季度，公司实现营收 41.56 亿元/+33.63%，恢复至 2019Q3 水平；实现归母/扣非净利润 4.52/4.29 亿元，较 2019Q3 各恢复 148%/97%，与我们三季报前瞻的预测基本一致，符合预期。

第三季度国内酒店 RevPAR 恢复超 2019 年，海外业务转正实现盈利。第三季度公司新开/关门店 313/116 家，净增 197 家，其中直营店/加盟店各减 26/增 223 家；中端/经济型酒店各增 189/8 家，中端升级与加盟扩张为主。**国内酒店 Q3 RevPAR 较 2019 年同期恢复 113%**（其中中端/经济型酒店较 2019Q3 各恢复 101%/103%），较上半年 RevPAR 恢复 106%明显提速；对应国内酒店收入 28.64 亿元/+41.32%，较 2019Q3 微降 3%（近几年直营店净关店等影响）。公司海外酒店 Q3 RevPAR 较 2019 年同期恢复 114%（中端/经济型各恢复 122%/113%），实现收入 4.3 亿欧元/+7.50%，较 2019Q3 增长 200%，增长较快（通胀等因素影响）。综合看，我们估算 Q3 国内实现归母净利润约 4.4 亿元+左右（酒店贡献为主），较 19Q3 增超 30%以上；而海外业务预计整体打平微利（其中卢浮子公司层面 Q3 实现净利润 503 万欧元，综合考虑 PPA 摊销、财务费用等影响后，我们估算合并报表层面 Q3 海外业务打平微利）。

跟踪后续出行景气趋势变化，关注整合提速和门店升级节奏。十一后酒店龙头 RevPAR 趋势仍需跟踪，未来商旅休闲需求和酒店供给变化系核心。但中线来看，酒店龙头规模品牌卡位优势日益凸显，过去三年加速集中，且伴随产品持续升级和经营效能改善提升，其中线成长仍有其看点。公司系国内规模排名第一的酒店龙头，未来有望加速门店尤其直营店升级改造和前中台全面整合，加速中线成长。同时，今年 6 月底，公司公告拟向卢浮增资 2 亿欧元，以部分降低后续财务费用压力，并通过打通国内外平台强化其成本费用控制，Q3 海外业务转正也彰显积极信号。此外，公司 10 月公告拟挂牌出售时尚之旅 100%股权以提高资产盈利能力，预计有望获税前投资收益 4.2 亿。

风险提示：平台整合产品升级低于预期，商誉减值、宏观系统性风险等。

投资建议：暂未考虑时尚之旅处置影响，但谨慎考虑 Q4 和明年 RevPAR 趋势和兼顾门店升级改造阶段影响和海外财务费用优化节奏，我们下调 2023-2025EPS 至 1.13/1.60/2.17 元（此前为 1.23/1.69/2.23 元），对应 PE 29/21/15x。公司系国内酒店规模第一，未来直营店升级和优化、国内外前中后台整合潜力释放和门店扩张等仍助力中线成长，维持“买入”评级。

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	14,106	15,518	16,963
(+/-%)	14.6%	-2.9%	28.1%	10.0%	9.3%
净利润(百万元)	101	113	1213	1707	2318
(+/-%)	-8.7%	12.8%	968.9%	40.7%	35.8%
每股收益(元)	0.09	0.11	1.13	1.60	2.17
EBIT Margin	4.7%	3.4%	15.5%	18.5%	21.6%
净资产收益率 (ROE)	0.6%	0.7%	7.1%	9.6%	12.4%
市盈率 (PE)	349.3	309.7	29.0	20.6	15.2
EV/EBITDA	55.7	67.4	23.0	18.9	15.9
市净率 (PB)	2.12	2.12	2.06	1.98	1.88

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

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 zhongxia@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	32.85 元
总市值/流通市值	35151/35151 百万元
52 周最高价/最低价	68.06/30.88 元
近 3 个月日均成交额	304.94 百万元

市场走势



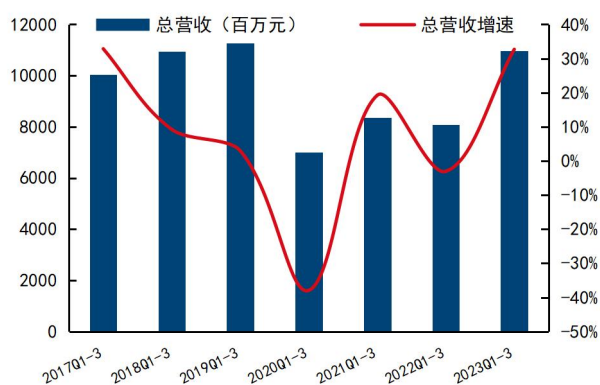
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《锦江酒店 (600754. SH) - 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
- 《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

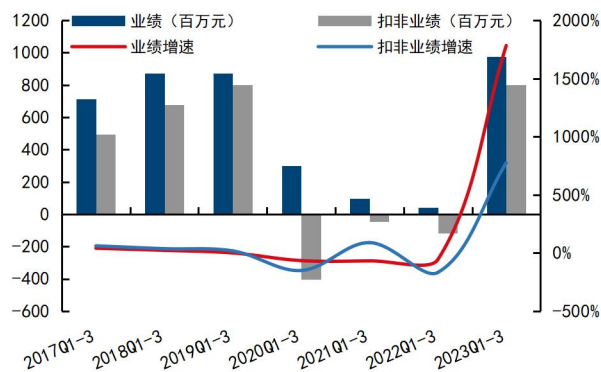
三季度业绩符合预期。2023 年前三季度，公司实现营收 109.62 亿元/+32.71%，较 2019 年同期恢复 97%；实现归母净利润/扣非净利润各 9.75/8.02 亿元，同比去年显著增长或扭亏为盈，较 2019 年同期各恢复 112%/100%。第三季度，公司实现营收 41.56 亿元/+33.63%，恢复至 2019Q3 水平；实现归母/扣非净利润 4.52/4.29 亿元，较 2019Q3 各恢复 148%/97%，整体与我们三季报前瞻的预测基本一致，符合预期。

图1：锦江酒店前三季度收入表现



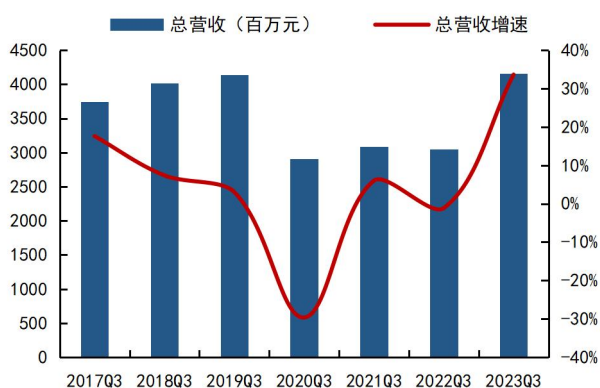
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：锦江酒店前三季度业绩表现



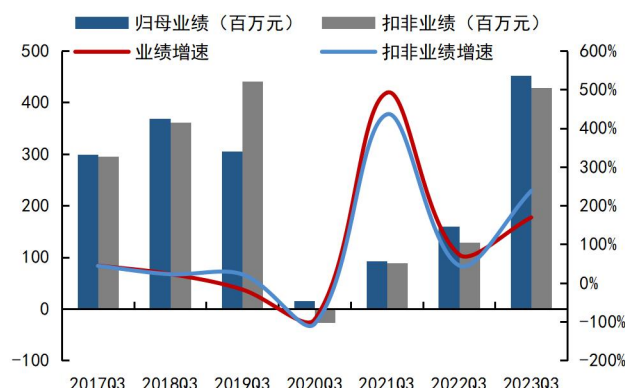
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：锦江酒店第三季度收入表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：锦江酒店第三季度业绩表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

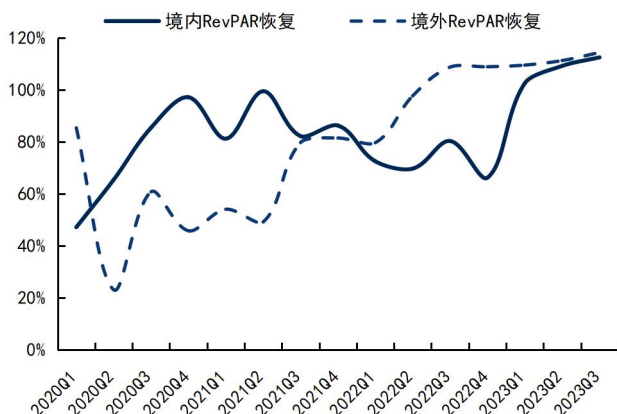
具体来看，综合子公司数据表现等，我们初步估算第三季度国内业务归母业绩约 4.4 亿元+左右（预计主要系酒店主业贡献）；海外业务合并报表层面归母净利润预计打平微利（其中卢浮子公司层面 Q3 实现净利润 503 万欧元，综合考虑 PPA 摊销、财务费用等影响后我们初步估算 Q3 单季度打平微利）。

国内酒店 Q3 RevPAR 整体恢复超过疫情前。第三季度公司国内酒店 RevPAR 较 2019 年同期恢复 112.58%（其中中端/经济型酒店较 2019 年同期各恢复 100.91%/102.75%），较上半年 RevPAR 恢复 106%明显提速，但相对不及部分同行，主要与区域恢复差异和公司产品升级节奏相关。公司国内酒店整体 Q3 实现收入 28.64 亿元/+41.32%，较 2019Q3 微降 3%。国内酒店收入中，Q3 实现前期服务费收入 1.85 亿元/+81.82%，较 19Q3 下降 22%，预计系公司开店更侧重高质量增长影响；实现持续加盟费收入 10.58 亿元/+28.18%，较 19Q3 大增 163%，核心系加

盟门店规模增加等推动。

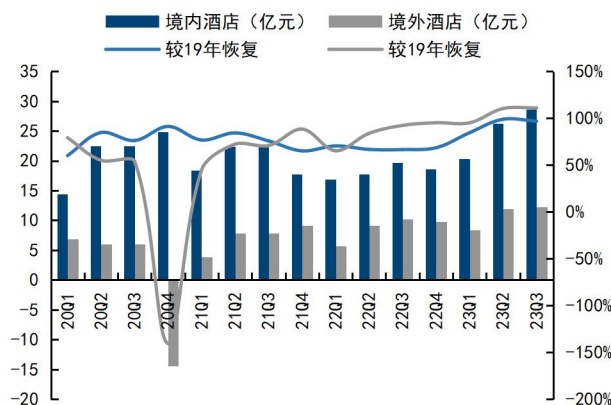
海外酒店 Q3 RevPAR 整体恢复超过疫情前。今年第三季度 RevPAR 恢复 114.46%（中端/经济型各恢复 121.64%/112.68%），实现收入 4.3 亿欧元/+7.50%，较疫情前增长 200%，增长较快（通胀等因素影响）。

图5: 锦江酒店境内境外 RevPAR 较 2019 年同期恢复趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

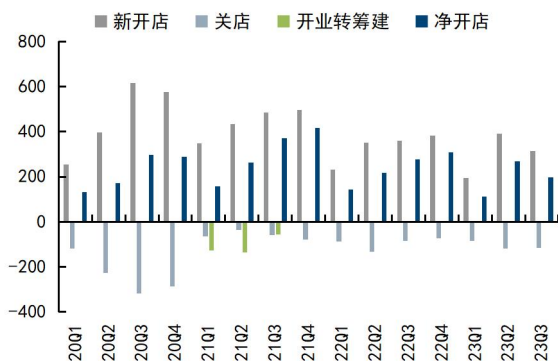
图6: 境内与境外酒店收入表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

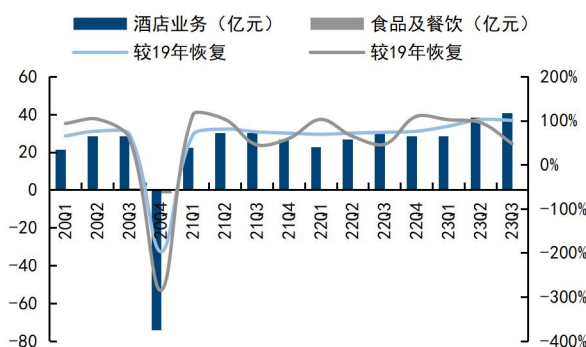
第三季度开店稳定增长，净增主要以加盟店/中端酒店为主。第三季度公司新开门店 313 家，关店 116 家，净增 197 家，保持稳定增长。Q3 直营店/加盟店分别减少 26/增加 223 家；中端酒店/经济酒店分别增加 189/8 家。截至 2023 年 9 月 30 日，公司已经开业的酒店合计达到 12138 家，已经开业的酒店客房总数达到 1,152,332 间。

图7: 锦江酒店季度开店情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 酒店业务与餐饮业务季度表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

餐饮业务增长相对平稳：公司第三季度营收 6,508 万/+3.65%，相对平稳，Q3 业绩贡献预计较低（预计主要系上海 KFC 三季度利润等，整体影响较小）。

由于新会计准则和租赁准则影响，公司毛利率和期间费率与 2019 年同期直接不可比，主要看分部报表费用率变化，但季报未披露。

跟踪后续出行景气趋势变化，关注整合提速和门店升级节奏。十一酒店龙头 RevPAR 较 2019 年同期表现突出，多数明显超 2019 年同期水平。但十一后酒店龙头 RevPAR 趋势仍需跟踪，结合 STR 数据阶段季节性回落，未来商旅休闲需求和酒

店供给变化系核心。中线来看，酒店龙头规模品牌卡位优势日益凸显，过去三年加速集中，且伴随产品持续升级和经营效能改善提升，其中线成长仍有其看点。

公司系国内规模排名第一的酒店龙头，未来有望加速门店尤其直营店升级改造和前中台全面整合，加速中线成长。同时，今年6月底，公司公告拟向卢浮增资2亿欧元，以部分降低后续财务费用压力，并通过打通国内外平台强化其成本费用控制，Q3海外业务转正也彰显积极信号。此外，公司此前10月中旬公告：拟出售时尚之旅酒店100%股权，挂牌价不低于其评估价值16.50亿元，公司预计若按挂牌价出售有望带来4.2亿+的投资收益贡献。其中，公司拟出售时尚之旅项目，核心系公司轻资产发展战略下，希望通过出售相关物业提升资产运营效率，并回笼资金聚焦主业发展。

风险提示：平台整合产品升级低于预期，商誉减值、宏观系统性风险等。

投资建议：暂未考虑时尚之旅处置影响，但谨慎考虑Q4和明年RevPAR趋势和兼顾门店升级改造阶段影响和海外财务费用优化节奏，我们下调2023-2025EPS至1.13/1.60/2.17元（此前为1.23/1.69/2.23元），对应PE 29/21/15x。公司系国内酒店规模第一，未来直营店升级和优化、国内外前中后台整合潜力释放和门店扩张等仍助力中线成长，维持“买入”。

表1: 可比公司相对估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
		2023/10/31		21A	22E	23E	24E	21E	22E	23E	24E	
600754.SH	锦江酒店	32.85	346.59	0.11	1.13	1.60	2.17	299	29	21	15	买入
600258.SH	首旅酒店	16.71	185.58	-0.52	0.68	0.87	1.11	-	25	19	15	买入
1179.HK	华住集团-S	29.25	914.62	-0.43	1.23	1.37	1.60	-	23	21	18	买入
301073.SZ	君亭酒店	24.58	48.34	0.25	0.23	0.67	1.06	100	107	37	23	增持

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	6433	6915	9901	12355	15213	营业收入	11339	11008	14106	15518	16963
应收款项	2192	2560	2953	2274	2361	营业成本	7458	7364	8357	8923	9433
存货净额	77	68	241	443	739	营业税金及附加	124	128	155	171	187
其他流动资产	621	622	705	776	763	销售费用	887	776	908	886	874
流动资产合计	9600	10463	14055	16103	19332	管理费用	2321	2348	2489	2656	2796
固定资产	5608	5445	5683	6168	6602	研发费用	18	12	14	16	17
无形资产及其他	6708	6851	6578	6305	6032	财务费用	540	475	508	424	371
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	50988	53249	56639	其他收入	399	169	(14)	(16)	(17)
短期借款及交易性金融负债	7394	6807	7079	7433	7394	营业利润	577	462	1754	2537	3360
应付款项	1073	1315	3284	4668	7393	营业外净收支	27	33	168	45	35
其他流动负债	3795	3688	4501	4420	4275	利润总额	605	495	1922	2582	3395
流动负债合计	12262	11811	14864	16521	19061	所得税费用	305	250	519	671	849
长期借款及应付债券	7994	8058	8058	7958	7858	少数股东损益	199	132	190	204	228
其他长期负债	10671	10412	10412	10412	10412	归属于母公司净利润	101	113	1213	1707	2318
长期负债合计	18665	18470	18470	18370	18270	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	30927	30281	33334	34891	37331	净利润	101	113	1213	1707	2318
少数股东权益	725	577	596	617	639	资产减值准备	(68)	2	0	0	0
股东权益	16612	16573	17058	17741	18668	折旧摊销	654	592	795	849	899
负债和股东权益总计	48263	47431	50988	53249	56639	公允价值变动损失	55	(205)	40	40	40
						财务费用	540	475	508	424	371
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(4210)	1033	2133	1709	2209
每股收益	0.09	0.11	1.13	1.60	2.17	其它	(941)	(404)	19	20	23
每股红利	0.57	0.43	0.68	0.96	1.30	经营活动现金流	(4410)	1132	4200	4325	5489
每股净资产	15.52	15.49	15.94	16.58	17.45	资本开支	0	(486)	(801)	(1101)	(1101)
ROIC	1%	1%	6%	9%	12%	其它投资现金流	(23)	(19)	42	0	0
ROE	1%	1%	7%	10%	12%	投资活动现金流	(3)	(345)	(759)	(1101)	(1101)
毛利率	34%	33%	41%	43%	44%	权益性融资	(40)	0	0	0	0
EBIT Margin	5%	3%	15%	18%	22%	负债净变化	(6546)	64	0	(100)	(100)
EBITDA Margin	10%	9%	21%	24%	27%	支付股利、利息	(612)	(461)	(728)	(1024)	(1391)
收入增长	15%	-3%	28%	10%	9%	其它融资现金流	18409	489	272	354	(39)
净利润增长率	-9%	13%	969%	41%	36%	融资活动现金流	4053	(304)	(456)	(770)	(1530)
资产负债率	66%	65%	67%	67%	67%	现金净变动	(360)	483	2985	2454	2858
息率	1.7%	1.3%	2.1%	2.9%	4.0%	货币资金的期初余额	6793	6433	6915	9901	12355
P/E	349.3	309.7	29.0	20.6	15.2	货币资金的期末余额	6433	6915	9901	12355	15213
P/B	2.1	2.1	2.1	2.0	1.9	企业自由现金流	0	1327	3721	3578	4750
EV/EBITDA	55.7	67.4	23.0	18.9	15.9	权益自由现金流	0	1880	3622	3518	4333

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