

22Q4 经营承压，看好后续景气向上/整合深化

2023 年 04 月 10 日

► **事件：锦江酒店发布 2022 年业绩快报。**2022 年公司实现营业收入 110.08 亿元/YoY-3.44%，实现营业利润 4.62 亿/ YoY -19.56%，归母净利润 1.13 亿/ YoY +18.67%，扣非归母净利润-2.04 亿，亏损同比扩大（21 年调整后为-1.19 亿元）。其中 22Q4 实现营收 29.13 亿元/ YoY -2.55%，实现营业利润 3.22 亿 / YoY +89.34%，归母净利润 7160 万元/ YoY +1758.7%，扣非归母净利润-8462 万元，亏损同比扩大（去年同期为-7737 万元）。22Q4 杭州肯德基与特许经营权方签订的特许经营权期限延长导致期末公允价值上升致归母净利润同比去年提升。

► **并购 WeHotel 与锦江联采，会员体系持续升级，不断整合供应链资源，助力公司降本提效。**截至 2022Q3，公司共拥有 1.82 亿会员，公司于 2022 年 11 月 24 日发布公告拟收购 WeHotel 合计 65%股权，完成后将持有其 75%股权。WeHotel 主掌锦江会员生态体系建设，打造统一锦江会员线上入口、会员积分规则及会员管理系统，未来会员权益共享与积分互通将有效提升会员数量，增强复购率。同时，公司通过收购锦江联采（GPP），持续提高供应链平台采购与服务能力，降低运营成本，赋能品牌影响力提升。

► **疫后商旅需求持续释放，行业景气度向上有望带动公司业绩抬升。**伴随疫后整体经济和消费复苏，商旅出行逐步回暖。STR 数据显示，2023 年 2 月 OCC/ADR/RevPAR 表现均呈积极增长趋势，杭州与深圳的 RevPAR 月度同比 +116%/+132%。据公司经营数据显示，2023 年 2 月北京、广州和深圳等一线城市商旅预定量环比增长近 60%，整体出租率超 19 年同期 11%。伴随 3、4 月会展业全面复苏，商旅需求释放，将有望带动周边酒店市场量价齐升，同时期待未来五一、暑假等节假日旺季出行需求增强因素催化，看好公司后续经营业绩恢复。

► **投资建议：**看好国内疫情逐步稳定的背景下，出行需求复苏；叠加酒店存量供给历史性去化，后疫情时代酒店行业供需格局明显优化，新一轮景气周期即将开启。锦江资源优渥，品牌丰富、开店强势；近年来公司整合持续深化，平台效应凸显，费用率不断改善，释放盈利空间；针对未来，我们认为酒店行业将进入并购主导下的外延整合阶段，锦江的资源优势、资本运作经验将助其占得先机。考虑到公司年内仍在持续整合，管理费用降费空间可能低于此前预期，因此下调 23 年盈利预测，预计 2023/2024 年归母净利润分别为 16.57/22.83 亿元，对应 PE 分别为 42x/31x，基于公司的竞争优势/行业地位/长期成长，仍维持“推荐”评级。

► **风险提示：**景气度修复不达预期，拓店不达预期，整合不达预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	11339	11008	15007	16688
增长率 (%)	14.6	-2.9	36.3	11.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	101	113	1657	2283
增长率 (%)	-8.7	12.8	1360.1	37.8
每股收益 (元)	0.09	0.11	1.55	2.13
PE	695	616	42	31
PB	4.2	4.2	3.8	3.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 04 月 07 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

65.31 元


分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 饶临风

执业证书：S0100522120002

电话：15951933859

邮箱：raolinfeng@mszq.com

相关研究

1. 锦江酒店(600754.SH)2022 三季报点评：经营持续修复，整合朝纵深演绎-2022/10/30
2. 锦江酒店 (600754.SH) 2022 年半年报点评：境外减亏境内承压，拟发行 GDR 全球化有望加速-2022/09/01
3. 锦江酒店 (600258.SH) 2022 年半年报业绩预告点评：Q2 业绩超预期，看好复苏逻辑持续演绎-2022/07/19
4. 锦江酒店 (600754.SH) 事件点评：拟收购控股子公司维也纳 10%股权，看好整合顺畅推进、年内业绩增厚-2022/06/14
5. 锦江酒店 (600754.SH) 2022 年一季报点评：结构升级对冲疫情影响，境外稳步复苏，逆势稳健拓店，控费水平稳定-2022/05/02

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	11339	11008	15007	16688
营业成本	7458	7239	7946	8844
营业税金及附加	124	109	118	131
销售费用	887	787	1034	1150
管理费用	2321	2253	3389	3615
研发费用	18	19	30	33
EBIT	932	712	2564	3079
财务费用	540	260	208	196
资产减值损失	-2	-129	0	0
投资收益	224	176	236	329
营业利润	577	609	2667	3376
营业外收支	27	26	26	26
利润总额	605	635	2693	3402
所得税	305	318	673	850
净利润	299	318	2019	2551
归属于母公司净利润	101	113	1657	2283
EBITDA	3358	3397	5517	6348

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6433	8609	9614	10458
应收账款及票据	1552	1293	1734	1930
预付款项	108	291	320	356
存货	77	135	148	165
其他流动资产	1430	1265	1429	1527
流动资产合计	9600	11593	13245	14436
长期股权投资	637	813	1050	1378
固定资产	5125	5310	5476	5405
无形资产	6708	6754	6809	6873
非流动资产合计	38663	36750	36785	36873
资产合计	48263	48343	50030	51308
短期借款	869	19	19	19
应付账款及票据	1073	1401	1538	1712
其他流动负债	10320	11835	11430	10917
流动负债合计	12262	13255	12987	12647
长期借款	7994	7045	7045	7045
其他长期负债	10671	10455	10455	10455
非流动负债合计	18665	17500	17500	17500
负债合计	30927	30755	30487	30147
股本	1070	1070	1070	1070
少数股东权益	725	929	1292	1560
股东权益合计	17337	17588	19544	21161
负债和股东权益合计	48263	48343	50030	51308

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	14.56	-2.92	36.33	11.20
EBIT 增长率	700.30	-23.62	260.16	20.05
净利润增长率	-8.70	12.79	1360.09	37.76
盈利能力 (%)				
毛利率	34.23	34.24	46.18	46.19
净利率	0.89	1.03	11.22	13.89
总资产收益率 ROA	0.21	0.23	3.31	4.45
净资产收益率 ROE	0.61	0.68	9.08	11.65
偿债能力				
流动比率	0.78	0.87	1.02	1.14
速动比率	0.73	0.81	0.96	1.07
现金比率	0.52	0.65	0.74	0.83
资产负债率 (%)	64.08	63.62	60.94	58.76
经营效率				
应收账款周转天数	49.95	42.87	42.87	42.87
存货周转天数	3.76	6.81	6.81	6.81
总资产周转率	0.26	0.23	0.30	0.32
每股指标 (元)				
每股收益	0.09	0.11	1.55	2.13
每股净资产	15.52	15.57	17.06	18.32
每股经营现金流	1.93	3.38	4.65	5.54
每股股利	0.05	0.06	0.87	1.20
估值分析				
PE	695	616	42	31
PB	4.2	4.2	3.8	3.6
EV/EBITDA	26.02	24.97	15.01	12.76
股息收益率 (%)	0.08	0.09	1.34	1.84

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	299	318	2019	2551
折旧和摊销	2426	2685	2952	3269
营运资金变动	-973	574	29	314
经营活动现金流	2069	3613	4976	5927
资本开支	-538	-1027	-1283	-1469
投资	-21	24	0	0
投资活动现金流	-3986	771	-1227	-1469
股权募资	4978	0	0	0
债务募资	-1359	-400	-1000	-1000
筹资活动现金流	935	-2207	-2743	-3613
现金净流量	-1023	2176	1005	844

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026