

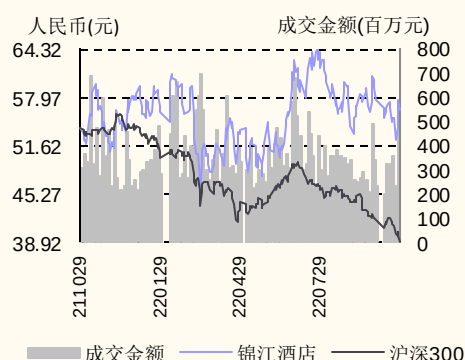
锦江酒店 (600754.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 56.41 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	10.70
已上市流通 A 股(亿股)	9.14
总市值(亿元)	603.61
年内股价最高最低(元)	64.45/45.68
沪深 300 指数	3541
上证指数	2916



相关报告

- 1.《震荡中逆势拓店,拟发行 GDR 推进国际化-锦江酒店 1H22 业绩...》, 2022.8.21
- 2.《境外复苏下 Q2 环比减亏,继续看好格局改善-锦江酒店 1H22 业绩...》, 2022.7.15
- 3.《疫情下短期承压,储备店上升奠定扩张基础-锦江酒店 1Q22 业绩...》, 2022.4.30
- 4.《规模龙头发展提质,静待行业复苏曙光-锦江酒店首次覆盖报告》, 2022.4.27

苏晨

分析师 SAC 执业编号: S1130522010001
suchen@gjzq.com.cn

叶思嘉

联系人
yesijia@gjzq.com.cn

经营复苏、稳步拓店,维也纳盈利能力提升

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,898	11,339	11,224	15,557	18,029
营业收入增长率	-34.45%	14.56%	-1.02%	38.61%	15.89%
归母净利润(百万元)	110	101	110	1,468	2,352
归母净利润增长率	-89.91%	-8.70%	8.95%	1239.41%	60.18%
摊薄每股收益(元)	0.115	0.094	0.102	1.372	2.198
每股经营性现金流净额	0.16	1.93	3.01	3.90	4.36
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.87%	0.61%	0.66%	8.36%	12.40%
P/E	447.89	623.18	550.60	41.11	25.66
P/B	3.88	3.77	3.62	3.44	3.18

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 10月28日公司公告 2022Q1~3 营收 80.9 亿元/-3.1%, 归母净利 0.42 亿元/-56.7%, 扣非归母净利-1.19 亿元、同比增亏 0.75 亿元; 其中 3Q22 营收 30.5 亿元/-1.2%, 归母净利 1.6 亿元/+73.5%, 扣非归母净利 1.28 亿元/+45.3%、环比扭亏。

点评

- 境内中端酒店引领经营修复及开店, 境外房价上涨为上修主驱力。3Q22 境内酒店 RevPAR 136.0 元/-2.3% (OCC 60.6%/-3.4pct、ADR 224.2 元/+3.2%), 整体/中端/经济型为 19 年的 80.4%/75.7%/67.2%、同比-1.9%/-2.7%/-6.4%, 恢复度仍弱于去年同期, 中端相对好主因暑期休闲度假相对较旺。境外 RevPAR 恢复至 19 年的 108.8% (OCC/ADR 89.0%/115.3%), 环比+11.1pct, 上修主因欧洲通胀下房价增长。3Q22 新开/净开 361/276 家、环比+9/58 家, 中端/经济型净开 259/17 家, 维也纳系品牌、麗枫等为开店主力; Q1~3 累计新开/净开 945/638 家, pipeline 净减少 77 至 4526 家。
- 境外同比扭亏+维也纳盈利能力提升推动整体利润率上修。分业务, 3Q22 境内酒店业务收入 19.7 亿元/-12.2%, 子公司维也纳收入 7.7 亿元/-6.5%、归母净利 1.4 亿元/+18.0% (剔除收购 10%股权影响+2.3%)、归母净利率 18.0%, 盈利能力突出; 铂涛收入 7.0 亿元/-16.6%、归母净利 0.6 亿元/-34.1%; 境外酒店收入 1.5 亿欧元/+43.8, 归母净利 5 万欧元、同比扭亏, 归母净利率较上季度 2.2%将至盈亏平衡推测与通胀下成本端压力上升相关。3Q22 综合毛利率 39.7%/+2.8pct, 销售/管理费用率分别 8.6%/18.7%、同比+0.6pct/0.7pct, 扣非归母净利率 4.2%/+1.3pct, 提升主因境外扭亏、维也纳 10%股权收购增厚利润 (预计剔除影响后扣非归母净利率约 3.7%)。

投资建议

- 酒店业集中度提升逻辑确定性强、疫情加速龙头格局改善, 公司作为规模龙一拓店速度、中高端化均领先, 降本增效积极, 短期 Q4 恢复仍有一定压力, 但疫情企稳后预计将明显受益。预计 2022E~24E 归母 1.1/14.7/23.5 亿元, PE 550/41/26x, 维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复风险, 汇率波动风险, 改革进度不及预期, 拓店速度不及预期。

图表 1: 公司酒店业务核心经营指标变化及假设

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22 E
境内-直营店 (CNY)											
RevPAR	155.8	150.0	105.4	118.5	105.2	152.1	166.0	96.0	105.3	112.2	108.2
YOY	1.8%	-3.8%	-29.7%	12.4%	-11.3%	44.6%	9.2%	-5.7%	-29.3%	-11.9%	-14.6%
%19 年	-	-	70.3%	79.0%	70.1%	101.4%	110.7%	59.9%	56.6%	56.8%	59.5%
OCC	77.2%	73.3%	57.8%	62.7%	56.5%	71.5%	75.2%	53.9%	56.9%	58.7%	56.7%
同比变动	-4.0%	-3.9%	-15.5%	4.9%	-6.3%	15.0%	3.7%	-3.1%	-14.7%	-2.8%	-5.8%
%19 年	-	-	78.9%	85.6%	77.0%	97.5%	102.5%	77.9%	67.8%	79.5%	78.5%
ADR	201.9	204.5	182.3	188.9	186.2	212.7	220.9	177.9	185.1	191.2	190.9
YOY	7.0%	1.3%	-10.9%	3.6%	-1.4%	14.2%	3.8%	2.9%	-7.1%	-1.5%	0.9%
%19 年	-	-	89.1%	92.4%	91.1%	104.0%	108.0%	90.2%	89.0%	92.1%	93.0%
境内-加盟店 (CNY)											
RevPAR	157.4	156.9	117.7	137.9	122.9	159.8	170.6	105.2	112.3	138.1	125.7
YOY	6.2%	-0.3%	-25.0%	17.2%	-10.9%	30.1%	6.7%	-11.6%	-30.3%	-2.2%	-7.2%
%19 年	-	-	75.0%	87.9%	78.3%	101.8%	108.7%	72.6%	69.9%	81.1%	80.5%
OCC	81.2%	74.3%	59.6%	64.1%	55.6%	70.6%	74.3%	50.5%	50.1%	60.8%	55.9%
同比变动	0.1%	-6.9%	-14.7%	4.4%	-8.5%	15.1%	3.7%	-8.6%	-22.4%	-3.5%	-6.2%
%19 年	-	-	80.2%	86.2%	74.7%	95.0%	100.0%	71.4%	65.7%	77.4%	76.0%
ADR	193.9	211.2	197.4	215.3	221.1	226.3	229.5	208.4	224.3	227.1	224.8
YOY	6.1%	8.9%	-6.5%	9.1%	2.7%	2.3%	1.4%	3.6%	0.8%	3.4%	3.2%
%19 年	-	-	93.5%	102.0%	104.7%	107.2%	108.7%	101.7%	106.3%	104.8%	106.0%
境外-直营店 (EUR)											
RevPAR	39.3	39.6	17.1	22.4	37.3	43.5	47.8	22.7	41.3	44.2	41.5
YOY	4.8%	0.8%	-56.7%	30.5%	66.7%	16.7%	10.0%	51.2%	137.5%	47.0%	54.3%
%19 年	-	-	43.3%	56.5%	94.1%	109.8%	120.8%	68.0%	93.5%	102.6%	108.0%
OCC	71.1%	70.5%	33.6%	42.8%	60.0%	69.1%	74.0%	43.3%	65.6%	67.7%	61.2%
同比变动	1.6%	-0.8%	-52.3%	27.2%	40.2%	15.2%	7.1%	11.7%	30.8%	14.7%	12.1%
%19 年	-	-	47.7%	60.7%	85.1%	98.0%	105.0%	68.9%	87.0%	89.0%	90.0%
ADR	55.3	56.2	50.9	52.2	62.1	62.9	64.6	52.4	63.0	65.3	67.7
YOY	3.1%	1.6%	-9.3%	2.6%	18.9%	1.3%	2.7%	10.3%	25.9%	15.2%	23.7%
%19 年	-	-	90.7%	93.0%	110.6%	112.0%	115.0%	98.8%	107.5%	115.3%	120.0%
境外-加盟店 (EUR)											
RevPAR	35.5	35.7	21.0	25.2	37.1	41.2	44.0	27.1	37.5	43.8	40.8
YOY	-3.2%	0.4%	-41.2%	20.3%	47.2%	11.0%	6.7%	47.0%	86.8%	33.0%	34.1%
%19 年	-	-	58.8%	70.7%	104.1%	115.5%	123.2%	83.9%	99.0%	111.0%	114.9%
OCC	62.3%	62.1%	38.2%	47.1%	59.8%	65.2%	68.3%	49.3%	62.3%	66.2%	60.8%
同比变动	-0.3%	-0.3%	-38.5%	23.2%	27.1%	9.1%	4.8%	11.5%	23.6%	8.9%	6.7%
%19 年	-	-	61.5%	75.8%	96.3%	105.0%	110.0%	85.6%	94.4%	98.1%	99.0%
ADR	57.0	57.4	54.9	53.6	62.1	63.2	64.3	55.0	60.1	66.1	67.1
YOY	-2.8%	0.7%	-4.5%	-2.3%	15.9%	1.7%	1.8%	12.6%	16.1%	15.1%	19.4%
%19 年	-	-	95.5%	93.3%	108.1%	110.0%	112.0%	98.1%	104.9%	113.1%	116.0%

来源: 公司公告, 国金证券研究所预测

图表 2: 公司酒店数变化及假设

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22 E
期末酒店数	7,443	8,514	9,406	10,613	11,613	13,113	14,713	10,757	10,975	11,251	11,613
境内	6,147	7,221	8,138	9,355	10,385	11,878	13,470	9,509	9,741	10,017	10,385
直营店	725	698	641	629	602	602	602	625	590	569	602
加盟店	5,422	6,523	7,497	8,726	9,783	11,275	12,867	8,884	9,151	9,448	9,783
中高端	2,172	3,287	4,181	5,280	6,269	7,612	9,045	5,427	5,666	5,925	6,269
经济型	3,975	3,934	3,957	4,075	4,110	4,259	4,419	4,082	4,075	4,092	4,110
境外	1,296	1,293	1,268	1,258	1,228	1,236	1,244	1,248	1,234	1,234	1,228
直营店	287	291	293	292	294	294	294	292	290	290	294
加盟店	1,009	1,002	975	966	935	942	950	956	944	944	935
中高端	291	276	241	237	229	236	244	232	230	230	229
经济型	1,005	1,017	1,027	1,021	1,000	1,004	1,009	1,016	1,004	1,004	1,000
加盟率	86.4%	88.4%	90.1%	91.3%	92.3%	93.2%	93.9%	91.5%	92.0%	92.4%	92.3%
中高端率	33.1%	41.8%	47.0%	52.0%	55.9%	59.9%	63.1%	52.6%	53.7%	54.7%	55.9%
净开店数	749	1,071	892	1,207	1,000	1,500	1,600	144	218	276	362
境内	752	1,074	917	1,217	1,030	1,493	1,592	154	232	276	368
直营店	-45	-27	-57	-12	-27	0	0	-4	-35	-21	33
加盟店	797	1,101	974	1,229	1,057	1,493	1,592	158	267	297	335
中高端	881	1,115	894	1,099	989	1,343	1,433	147	239	284	344
经济型	-129	-41	23	118	35	149	159	7	-7	-8	18
境外	-3	-3	-25	-10	-30	8	8	-10	-14	0	-6
直营店	2	4	2	-1	2	0	0	0	-2	0	4
加盟店	-5	-7	-27	-9	-32	8	8	-10	-12	0	-10
中高端	-19	-15	-35	-4	-9	8	8	-5	-2	0	-2
经济型	16	12	10	-6	-22	5	5	-5	-12	0	-5

来源: 公司公告, 国金证券研究所预测

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	15,099	9,898	11,339	11,224	15,557	18,029
增长率		-34.4%	14.6%	-1.0%	38.6%	15.9%
主营业务成本	-1,527	-7,350	-7,458	-7,400	-8,619	-9,318
%销售收入	10.1%	74.3%	65.8%	65.9%	55.4%	51.7%
毛利	13,572	2,548	3,881	3,824	6,938	8,712
%销售收入	89.9%	25.7%	34.2%	34.1%	44.6%	48.3%
营业税金及附加	-164	-115	-124	-123	-171	-198
%销售收入	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	-7,689	-675	-887	-926	-1,129	-1,216
%销售收入	50.9%	6.8%	7.8%	8.2%	7.3%	6.7%
管理费用	-4,077	-2,296	-2,321	-2,310	-3,135	-3,583
%销售收入	27.0%	23.2%	20.5%	20.6%	20.2%	19.9%
研发费用	-28	-26	-18	-22	-31	-36
%销售收入	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
息税前利润 (EBIT)	1,614	-564	531	442	2,473	3,678
%销售收入	10.7%	n.a	4.7%	3.9%	15.9%	20.4%
财务费用	-339	-359	-540	-539	-684	-698
%销售收入	2.2%	3.6%	4.8%	4.8%	4.4%	3.9%
资产减值损失	-38	-116	-12	0	0	0
公允价值变动收益	117	70	-57	-42	0	0
投资收益	242	814	224	200	250	250
%税前利润	13.7%	268.1%	37.1%	65.3%	12.3%	7.7%
营业利润	1,763	278	577	274	2,038	3,230
营业利润率	11.7%	2.8%	5.1%	2.4%	13.1%	17.9%
营业外收支	-4	26	27	32	0	0
税前利润	1,759	304	605	306	2,038	3,230
利润率	11.7%	3.1%	5.3%	2.7%	13.1%	17.9%
所得税	-480	-64	-305	-77	-510	-807
所得税率	27.3%	21.0%	50.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1,279	240	299	230	1,529	2,422
少数股东损益	187	130	199	120	60	70
归属于母公司的净利润	1,092	110	101	110	1,468	2,352
净利率	7.2%	1.1%	0.9%	1.0%	9.4%	13.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,279	240	299	230	1,529	2,422
少数股东损益	187	130	199	120	60	70
非现金支出	1,425	1,420	2,437	1,187	1,225	1,265
非经营收益	-90	-904	305	1,118	402	367
营运资金变动	24	-604	-975	692	1,012	612
经营活动现金净流	2,638	152	2,067	3,226	4,168	4,667
资本开支	-1,033	-688	-538	1,258	-600	-610
投资	-89	1,377	-21	-260	0	0
其他	237	250	-3,427	200	250	250
投资活动现金净流	-886	939	-3,986	1,198	-350	-360
股权募资	0	0	4,978	0	0	0
债权募资	-1,831	786	-1,359	-2,537	-142	-1,168
其他	-1,364	-1,006	-2,685	-661	-1,240	-1,558
筹资活动现金净流	-3,195	-220	935	-3,198	-1,382	-2,726
现金净流量	-1,441	875	-1,025	1,226	2,436	1,581

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	5,920	6,793	6,433	7,059	8,934	9,989
应收款项	1,669	1,706	2,270	1,988	2,756	3,193
存货	94	73	77	81	94	102
其他流动资产	814	846	820	842	916	980
流动资产	8,496	9,418	9,600	9,970	12,700	14,265
%总资产	21.9%	24.4%	19.9%	21.6%	26.3%	29.0%
长期投资	1,755	1,156	1,581	1,800	1,800	1,800
固定资产	6,936	6,322	5,608	6,021	6,371	6,469
%总资产	17.8%	16.4%	11.6%	13.1%	13.2%	13.2%
无形资产	20,906	20,691	19,313	19,226	19,144	19,067
非流动资产	30,378	29,218	38,663	36,095	35,520	34,914
%总资产	78.1%	75.6%	80.1%	78.4%	73.7%	71.0%
资产总计	38,874	38,637	48,263	46,065	48,220	49,179
短期借款	1,234	1,911	7,394	5,288	5,646	5,278
应付款项	3,700	3,571	2,852	2,911	3,461	3,768
其他流动负债	2,680	2,335	2,016	2,408	3,705	4,506
流动负债	7,614	7,817	12,262	10,608	12,811	13,552
长期贷款	14,116	14,540	7,994	7,794	7,294	6,494
其他长期负债	2,788	2,573	10,671	10,141	9,651	9,188
负债	24,518	24,931	30,927	28,542	29,756	29,234
普通股股东权益	13,255	12,710	16,612	16,677	17,558	18,970
其中：股本	958	958	1,070	1,070	1,070	1,070
未分配利润	3,748	3,237	2,263	2,329	3,210	4,621
少数股东权益	1,101	997	725	845	905	976
负债股东权益合计	38,874	38,637	48,263	46,065	48,220	49,179

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.140	0.115	0.094	0.102	1.372	2.198
每股净资产	13.837	13.268	15.524	15.586	16.409	17.728
每股经营现金净流	2.754	0.158	1.931	3.015	3.895	4.362
每股股利	0.060	0.060	0.050	0.041	0.549	0.879
回报率						
净资产收益率	8.24%	0.87%	0.61%	0.66%	8.36%	12.40%
总资产收益率	2.81%	0.29%	0.21%	0.24%	3.05%	4.78%
投入资本收益率	3.67%	-1.38%	0.76%	1.02%	5.55%	8.18%
增长率						
主营业务收入增长率	2.73%	-34.45%	14.56%	-1.02%	38.61%	15.89%
EBIT增长率	17.96%	-135.0%	-194.1%	-16.84%	459.5%	48.75%
净利润增长率	0.93%	-89.91%	-8.70%	8.95%	1239%	60.18%
总资产增长率	-3.14%	-0.61%	24.92%	-4.56%	4.68%	1.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	26.0	41.2	42.3	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	21.4	4.1	3.7	4.0	4.0	4.0
应付账款周转天数	482.1	94.2	70.0	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	155.5	216.2	165.0	173.6	128.8	112.9
偿债能力						
净负债/股东权益	63.94%	68.61%	50.25%	32.98%	20.37%	7.71%
EBIT利息保障倍数	4.8	-1.6	1.0	0.8	3.6	5.3
资产负债率	63.07%	64.53%	64.08%	61.96%	61.71%	59.44%

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	2	10	40	48	128
增持	1	4	20	21	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.29	1.33	1.30	1.00

来源：聚源数据

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

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。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402