

# 锦江酒店 (600754. SH)

海外利息费用大增影响扣非业绩表现，国内酒店开店有所提速

买入

## 核心观点

**一季度，公司归母业绩增长 35%，海外利息费用大增拖累扣非业绩表现。** 2024Q1，公司实现收入 32.06 亿元/+6.77%；实现归母净利润 1.9 亿元/+34.56%，扣非后 0.62 亿元/-31.19%，整体承压，主要系 Euribor 同比提升（去年 Q1 在 2.10-2.80%左右，今年 Q1 约 3.90%左右），导致海外利息大幅攀升拖累。如剔除增量利息支出影响，公司 Q1 扣非后归母净利润约为 1.1 亿元/+22%。Q1 非经常性损益主要来自非流动资产处置税前收益 1.2 亿（卢浮处置部分海外酒店物业贡献）和公允价值变动损益税前影响 0.5 亿元贡献。

**一季度，国内酒店 RevPAR 同比略下滑，经济型酒店相对最稳定。** 2024Q1，受去年同期相对高基数和公司运营调整阶段影响，公司国内有限服务酒店 RevPAR-1.55% (ADR+1.31%, OCC-1.74pct；同店 RevPAR-3.38%)，其中中端/经济型酒店 REVPAR -4.05% /-1.20%。同时，2024Q1 国内全服务酒店整体 REVPAR-5.36%。综合来看，国内经济型酒店表现相对最稳定，而中端和高端全服务酒店承压更显著。此外，海外酒店 REVPAR 同比-0.06%表现平稳。一季度国内酒店/国外酒店收入各增 7.04%/6.11%，食品业务收入+6.42%。

**一季度，国内新开酒店同比略提速。** 2024Q1，公司新开业酒店 222 家，开业退出酒店 75 家，净开业酒店 147 家，较去年同期开店 195/净增 111 家提速。有限服务型酒店中直营酒店减少 7 家，加盟酒店增加 153 家。截至 2024 年 3 月底，已开业酒店/客房量合计 12,595 家/1,204,388 间。截至 2024 年 3 月底，公司已经签约的酒店/客房量 16,701 家/1,578,843 间。

**展望未来，国内核心看出行趋势、公司运营打通和产品迭代成效，海外看经营减亏和财务杠杆优化节奏。** 聚焦国内酒店主业，后续首先看国内出行趋势变化，同时公司今年进一步推动前端流量变现和全面打通中台品牌运营中心，未来核心上述整合成效验证和产品迭代升级节奏（包括直营店改造和盈利改善节奏等）。聚焦海外，2023 年业绩承压显著（含收购时融资平台成本亏损约 4 亿 RMB），主要系利息费用较高和通胀下人工能耗等成本高企影响。目前来看，一方面，公司开始出售部分法国以外卢浮海外酒店物业（2023 年底公司持有海外酒店物业近 200 家）变现等，同时未来还有望积极争取对卢浮进行增资，以降低海外资金压力。今年 4 月，公司出售时尚之旅，定价 16.55 亿元，也有助于其回笼资金，降低整体财务杠杆；另一方面，公司也积极推进全球酒店平台和架构整合，以降低成本费用，提升效益。

**风险提示：**宏观系统性风险，国企改革及内部整合低于预期；品牌老化风险。

**投资建议：**暂维持 2024-2026 年 EPS1.55/1.63 元/1.85 元（2024-2026 年假设海外业务逐步减亏，2024 年考虑时尚之旅出售和海外部分酒店物业出售等贡献），对应 PE 估值 19/18/16x。展望未来，建议密切跟踪经济周期和出行趋势尤其商旅出行变化。同时公司酒店规模占优，但产品迭代和整合仍处于持续推进中。在国资考核全面强化下，公司正进一步推进前中台整合提效与门店升级迭代优化，海外经营改善和国内前中台改革潜力仍值得期待，暂维持“买入”评级。

## 公司研究·财报点评

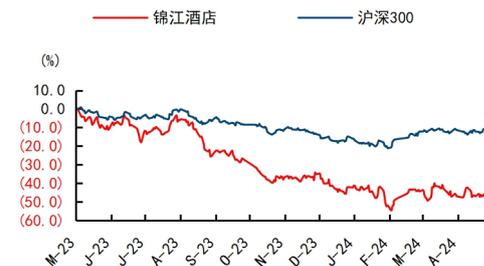
### 社会服务·酒店餐饮

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	28.84 元
总市值/流通市值	30860/30860 百万元
52 周最高价/最低价	52.98/22.42 元
近 3 个月日均成交额	418.79 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

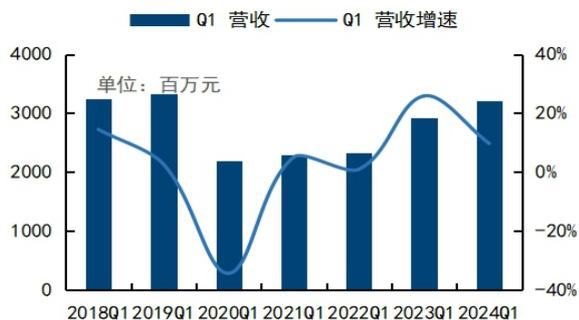
《锦江酒店 (600754. SH) -海外亏损拖累 2023 年表现，关注国内外整合优化成效》——2024-04-03  
 《锦江酒店 (600754. SH) -海外拖累致业绩承压，跟踪行业趋势与公司整合成效》——2024-02-01  
 《锦江酒店 (600754. SH) -三季度海外经营转正，国内酒店经营超 2019 年同期》——2023-11-01  
 《锦江酒店 (600754. SH) -上半年国内主业净利润超 2019 年同期，三季度展望较积极》——2023-08-30  
 《锦江酒店 (600754. SH) -上半年扣非净利润已超 19 年同期 国内酒店业务持续向好》——2023-07-16

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,008	14,649	15,792	17,000	18,224
(+/-%)	-2.9%	33.1%	7.8%	7.6%	7.2%
归母净利润(百万元)	113	1002	1660	1745	1979
(+/-%)	12.8%	782.7%	65.8%	5.1%	13.4%
每股收益(元)	0.11	0.94	1.55	1.63	1.85
EBIT Margin	3.4%	14.1%	16.7%	17.2%	17.6%
净资产收益率(ROE)	0.7%	6.0%	9.6%	9.7%	10.5%
市盈率(PE)	271.9	30.8	18.6	17.7	15.6
EV/EBITDA	62.9	24.0	19.1	17.6	16.9
市净率(PB)	1.86	1.85	1.78	1.71	1.64

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

图1: 锦江酒店营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



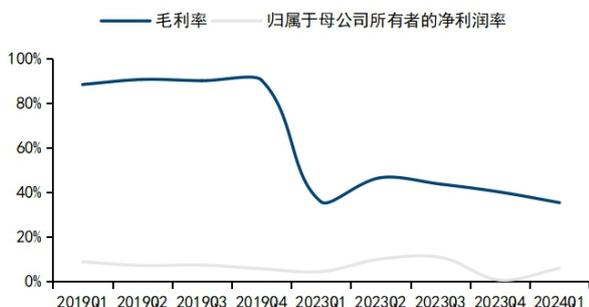
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 锦江酒店归母与扣非净利润 (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3: 公司毛利率和归母净利率变化趋势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 锦江酒店开店和关店变化趋势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 锦江酒店 REVPAR 表现

分类	平均房价 (元/间)		平均出租率 (%)		RevPAR (元/间)		
	2024Q1	2023Q1	2024Q1	2023Q1	2024Q1	2023Q1	同比增减 (%)
全服务型酒店	500.09	472.31	41.91	46.89	209.59	221.47	-5.36
有限服务型酒店	242.41	239.28	59.92	61.66	145.25	147.54	-1.55
其中:中端酒店	265.75	265.97	62.35	64.93	165.7	172.69	-4.05
经济型酒店	170.98	169.96	53.54	54.51	91.54	92.65	-1.20

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司期间费率变化趋势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				投资评级
		2024/4/29	亿元	23	24E	25E	26E	23	24E	25E	26E	
600754.SH	锦江酒店	28.84	281.15	0.94	1.55	1.63	1.85	30.68	18.61	17.69	15.59	买入
600258.SH	首旅酒店	15.63	174.53	0.71	0.80	0.89	0.98	22.04	18.88	16.86	15.44	买入
1179.HK	华住集团-S	31.90	1024.12	1.27	1.33	1.51	1.71	25.12	23.98	21.13	18.65	买入
301073.SZ	君亭酒店	26.51	51.55	0.25	0.62	0.88	1.15	104.94	42.50	30.02	23.10	增持

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 其中：华住集团系经调整业绩

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6915	10295	12791	14782	17985	营业收入	11008	14649	15792	17000	18224
应收款项	2560	2252	2185	1646	1677	营业成本	7364	8498	9036	9716	10411
存货净额	68	67	261	484	816	营业税金及附加	128	163	174	187	200
其他流动资产	622	643	790	850	820	销售费用	776	1160	1083	1137	1185
<b>流动资产合计</b>	<b>10463</b>	<b>13551</b>	<b>16282</b>	<b>18017</b>	<b>21553</b>	管理费用	2348	2745	2844	3015	3207
固定资产	5445	5589	5838	6344	6772	研发费用	12	24	16	17	18
无形资产及其他	6851	6951	6674	6397	6120	财务费用	475	690	556	495	429
投资性房地产	24195	23983	23983	23983	23983	投资收益	172	206	449	105	68
长期股权投资	477	512	512	512	512	资产减值及公允价值变动	197	148	(20)	20	10
<b>资产总计</b>	<b>47431</b>	<b>50587</b>	<b>53290</b>	<b>55254</b>	<b>58941</b>	其他收入	177	53	(16)	(17)	(18)
短期借款及交易性金融负债	6807	5903	6139	6016	6016	营业利润	462	1801	2511	2558	2852
应付款项	1315	1449	3563	5090	8162	营业外净收支	33	(7)	20	20	20
其他流动负债	3688	5320	4990	4936	4845	<b>利润总额</b>	<b>495</b>	<b>1793</b>	<b>2531</b>	<b>2578</b>	<b>2872</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>11811</b>	<b>12672</b>	<b>14692</b>	<b>16042</b>	<b>19023</b>	所得税费用	250	516	681	678	747
长期借款及应付债券	8058	9893	9893	9793	9693	少数股东损益	132	275	190	155	147
其他长期负债	10412	10662	10662	10662	10662	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>113</b>	<b>1002</b>	<b>1660</b>	<b>1745</b>	<b>1979</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>18470</b>	<b>20555</b>	<b>20555</b>	<b>20455</b>	<b>20355</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>30281</b>	<b>33226</b>	<b>35246</b>	<b>36497</b>	<b>39377</b>	净利润	113	1002	1660	1745	1979
少数股东权益	577	684	703	718	733	资产减值准备	2	9	(9)	0	0
股东权益	16573	16677	17341	18039	18831	折旧摊销	592	607	817	892	960
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>47431</b>	<b>50587</b>	<b>53290</b>	<b>55254</b>	<b>58941</b>	公允价值变动损失	(197)	(148)	20	(20)	(10)
						财务费用	475	690	556	495	429
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	1033	2525	1501	1729	2648
每股收益	0.11	0.94	1.55	1.63	1.85	其它	(404)	63	28	15	14
每股红利	0.43	0.69	0.93	0.98	1.11	<b>经营活动现金流</b>	<b>1140</b>	<b>4058</b>	<b>4018</b>	<b>4362</b>	<b>5591</b>
每股净资产	15.49	15.59	16.21	16.86	17.60	资本开支	0	(722)	(801)	(1101)	(1101)
ROIC	0.08%	3.48%	6%	8%	10%	其它投资现金流	(19)	2	40	0	0
ROE	0.68%	6.01%	10%	10%	11%	<b>投资活动现金流</b>	<b>141</b>	<b>(755)</b>	<b>(761)</b>	<b>(1101)</b>	<b>(1101)</b>
毛利率	33%	42%	43%	43%	43%	权益性融资	13	0	0	0	0
EBIT Margin	3%	14%	17%	17%	18%	负债净变化	64	1835	0	(100)	(100)
EBITDA Margin	9%	18%	22%	22%	23%	支付股利、利息	(461)	(739)	(996)	(1047)	(1187)
收入增长	-3%	33%	8%	8%	7%	其它融资现金流	(18)	(2114)	236	(123)	0
净利润增长率	13%	783%	66%	5%	13%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(798)</b>	<b>76</b>	<b>(760)</b>	<b>(1270)</b>	<b>(1287)</b>
资产负债率	65%	67%	67%	67%	68%	<b>现金净变动</b>	<b>483</b>	<b>3379</b>	<b>2496</b>	<b>1991</b>	<b>3203</b>
股息率	1.5%	2.4%	3.2%	3.4%	3.8%	货币资金的期初余额	6433	6915	10295	12791	14782
P/E	271.9	30.8	18.6	17.7	15.6	货币资金的期末余额	6915	10295	12791	14782	17985
P/B	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6	企业自由现金流	0	3876	3446	3678	4877
EV/EBITDA	62.9	24.0	19.1	17.6	16.9	权益自由现金流	0	3597	3276	3091	4459

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