

锦江酒店 (600754.SH)

优于大市

海外减亏和资产处置助净利润大增，跟踪出行趋势变化

核心观点

上半年归母净利润业绩预告区间内，拟中期派息每10股派发1.20元。2024年上半年，公司实现营收68.92亿元/+0.23%；归母净利润8.48亿元/+59.15%（出售时尚之旅带来4.2亿税前收益贡献），处业绩预告上限（8.00-8.50亿）；扣非净利润3.89亿元/+4.02%，处业绩预告区间中值附近（3.70-4.00亿元）。2024Q2，公司实现收入36.86亿元/-4.84%，归母净利润6.58亿元/+68.02%，扣非净利润3.26亿元/+15.29%，主要系境外酒店减亏推动。**公司向全体股东每10股派发现金红利1.20元(含税)。**

二季度开店提速，加盟扩张主导，直营店继续清理调整。2024H1，整体酒店新开酒店/关店/净增680/190/490家，其中Q1/Q2各净增147/349家，Q2提速。上半年国内有限服务酒店直营和加盟点-42/538家，直营店继续优化。

境内业务：上半年RevPAR同比承压，处置时尚之旅带来业绩大增。上半年，公司有限服务酒店RevPAR-4.63%，成熟门店RevPAR-6.05%。环比来看，二季度RevPAR进一步承压，Q1/Q2酒店RevPAR-1.55%/-7.18%，主要基数差异和宏观环境影响。具体来看，Q2有限服务酒店ADR-1.84%/OCC-5.44pct，量承压大于价；中端/经济型RevPAR各-9.55%/-4.57%。上半年公司有限服务酒店收入+0.32%，分部归母净利润+58%；但剔除时尚之旅及其他非经扰动，估算其可比经营利润下滑8%+，主要系RevPAR承压，同时兼有运营中台调整、IT系统及会员升级等阶段成本费用扰动，CRS贡献预计仍增长。全服务酒店利润增20%+但占比较小。**展望下半年，国内RevPAR趋势仍需跟踪，但会员整合、付费中央预订贡献提升和中台运营整合仍有望带来中线成长看点。**2024H1餐饮收入+5.36%，归母净利润-32.90%，主要系23H1苏州无锡KFC协议续签带来公允价值损益1亿影响，剔除后估算预计基本平稳。

海外酒店：积极控费&投资收益助力上半年减亏，下半年减亏有望提速。上半年海外酒店RevPAR-0.63%，收入同比-1.70%，营业成本及销售管理费用同减1.09亿元/-5.41%，控费成效开始显现。公司处置部分海外部分自有物业，税前投资收益+1.25亿元。综合看，尽管2024H1利息费用+0.94亿元（Q1欧元利率同比提升），但海外分部净利润仍减亏0.52亿元（Q2体现为主），同比减亏约22%。随着公司Q2完成增资卢浮3亿欧元，配合其他贷款优化措施，公司2024H2利息费用压力有望进一步缓解，且后续欧冠、奥运会等预计有助于经营改善，预计海外下半年有望加速加亏。

8月公告拟回购进行股权激励，未来有望进一步释放国企酒店龙头主观经营动能。锦江酒店公告拟回购400-800万股进行上市以来首次股权激励：要求2024/2025/2026年扣非归母业绩增速不低于30%/65%/100%（据此测算为10.06/12.77/15.48亿元）；主业利润率设定了11%/12.5%/14%的门槛目标。

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：维持“优于大市”投资评级。维持2024-2026年归母净利润14.2/15.1/17.6亿元，对应PE估值18/17/15x。目前来看，下半年海外减亏有望稳步推进。虽然当前经济周期和出行趋势变化仍需跟踪，其国内外及前中后台整合也渐进推进，但股权激励对管理层经营主观能动性提升也有助于推动改革潜力释放，回购和中期分红彰显公司积极态度，维持公司“优于大市”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

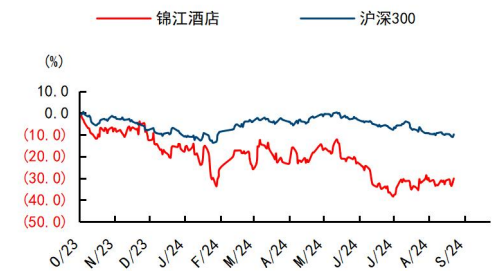
证券分析师：张鲁 010-88005377
zhanglu5@guosen.com.cn
S0980521120002

证券分析师：杨玉莹 0755-82132098
yangyuying@guosen.com.cn
S0980524070006

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	24.13元
总市值/流通市值	25820/25820 百万元
52周最高价/最低价	40.32/21.47元
近3个月日均成交额	240.77 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)-拟回购股权用于限制性股票激励，有望推动新一轮经营变革》——2024-08-12

《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》——2024-04-30

《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

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	14,737	15,640	16,490
(+/-%)	-2.9%	33.1%	0.6%	6.1%	5.4%
归母净利润(百万元)	113	1002	1422	1514	1764
(+/-%)	12.8%	782.7%	42.0%	6.4%	16.6%
每股收益(元)	0.11	0.94	1.33	1.41	1.65
EBIT Margin	3.4%	14.1%	15.7%	16.7%	17.6%
净资产收益率 (ROE)	0.7%	6.0%	8.2%	8.5%	9.5%
市盈率 (PE)	227.5	25.8	18.2	17.1	14.6
EV/EBITDA	57.8	22.1	19.3	17.6	16.5
市净率 (PB)	1.56	1.55	1.50	1.45	1.39

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

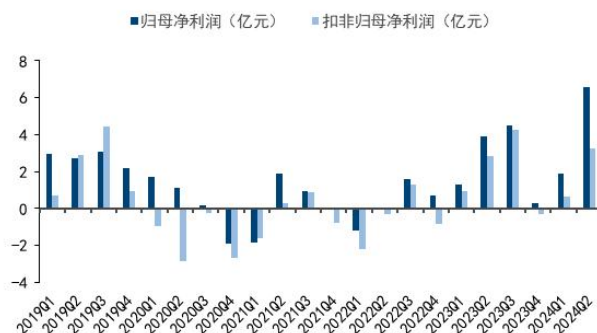
上半年收入同比持平，归母净利润处业绩预告区间内，拟中期派息每10股派发1.20元。2024年上半年，公司实现营收68.92亿元/+0.23%；归母净利润8.48亿元/+59.15%（出售时尚之旅带来4.2亿税前收益贡献），处业绩预告上限（8.00-8.50亿）；扣非净利润3.89亿元/+4.02%，处业绩预告区间中值附近（3.70-4.00亿元）。2024Q2，公司实现收入36.86亿元/-4.84%，归母净利润6.58亿元/+68.02%，扣非净利润3.26亿元/+15.29%，主要系境外酒店减亏推动。**公司拟向全体股东每10股派发现金红利1.20元(含税)。**

图1：锦江酒店单季度营收情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：锦江酒店单季度利润情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

二季度开店提速，加盟扩张主导，直营店继续清理调整。2024H1，整体酒店新开酒店/关店/净增680/190/490家，其中Q1/Q2各净增147/349家，Q2提速。上半年国内有限服务酒店直营和加盟点-42/538家，直营店继续优化。

图3：锦江酒店开关店情况



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 RevPAR 情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

境内酒店：上半年 ReVPAR 同比承压，处置时尚之旅带来业绩大增。上半年，公司有限服务酒店 RevPAR-4.63%（经济型/中高端各-3.04%/7.08%），成熟门店 RevPAR-6.05%（OCC-2.86pct，ADR-1.78%）。环比来看，二季度 RevPAR 进一步承压，Q1/Q2 酒店 RevPAR-1.55%/-7.18%，主要基数差异和宏观环境影响。具体来看，Q2 有限服务酒店 ADR-1.84%/OCC-5.44pct，量承压大于价；中端/经济型 RevPAR 各-9.55%/-4.57%。上半年公司有限服务酒店收入+0.32%，分部归母净利润+58%；但剔除时尚之旅及其他非经扰动，估算其可比经营利润下滑8%+，主要系 RevPAR 承压，同时兼有运营中台调整、IT 系统及会员升级等阶段成本费用扰动，CRS 贡献预计仍增长。全服务酒店利润增20%+但占比较小。**展望下半年，国内 RevPAR 趋势仍需跟踪，但会员整合、付费中央预订贡献提升和中台运营整合仍有望带来中线成长看点。**

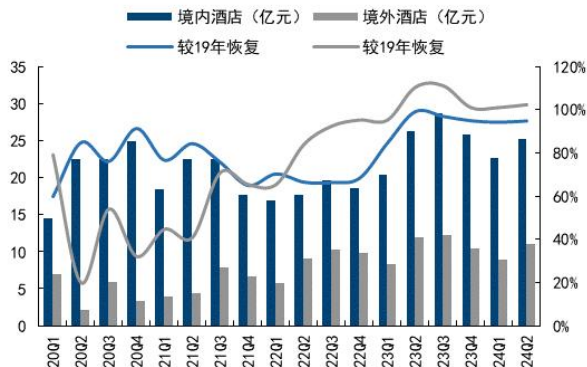
餐饮业务: 2024H1 餐饮收入+5.36%, 归母净利润-32.90%, 主要系 23H1 苏州无锡 KFC 协议续签带来公允价值损益 1 亿影响, 剔除后估算预计基本平稳。

图5: 锦江酒店分业务情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 锦江酒店酒店业务情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

海外酒店: 积极控费&投资收益助力上半年减亏, 下半年减亏有望提速。 上半年海外酒店 REVPAR-0.63%, 收入同比-1.70%, 营业成本及销售管理费用同减 1.09 亿元/-5.41%, 控费成效开始显现。公司处置部分海外部分自有物业, 税前投资收益+1.25 亿元。综合看, 尽管 2024H1 利息费用+0.94 亿元 (Q1 欧元利率同比提升), 但海外分部净利润仍减亏 0.52 亿元 (Q2 体现为主), 同比减亏约 22%。随着公司 Q2 完成增资卢浮 3 亿欧元, 配合其他贷款优化措施, 公司 2024H2 利息费用压力有望进一步缓解, 且后续欧冠、奥运会等预计有助于经营改善, 预计海外下半年有望加速加亏。

8 月公告拟回购进行股权激励, 未来有望进一步释放国企酒店龙头主观经营动能。 锦江酒店公告拟回购 400-800 万股进行上市以来首次股权激励: 要求 2024/2025/2026 年扣非归母业绩增速不低于 30%/65%/100% (据此测算为 10.06/12.77/15.48 亿元); 主业利润率设定了 11%/12.5%/14% 的门槛目标。

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: 维持“优于大市”投资评级。 维持 2024-2026 年归母净利润 14.2/15.1/17.6 亿元, 对应 PE 估值 18/17/15x。目前来看, 下半年海外减亏有望稳步推进。虽然当前经济周期和出行趋势变化仍需跟踪, 其国内外及前中后台整合也渐进推进, 但股权激励对管理层经营主观能动性提升也有助于推动改革潜力释放, 回购和中期分红彰显公司积极态度, 维持公司“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 2024/8/30	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
600754.SH	锦江酒店	24.13	258.20	0.94	1.33	1.41	1.65	26	18	17	15	优于大市
1179.HK	华住集团-S	22.37	718.05	1.28	1.34	1.49	1.69	17	16	14	13	优于大市
600258.SH	首旅酒店	11.77	131.42	0.71	0.80	0.89	0.98	17	15	13	12	优于大市
301073.SZ	君亭酒店	16.78	32.63	0.25	0.62	0.88	1.15	67	27	19	15	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 其中: 华住集团-s2024-2026 年 EPS 采用经调整 EPS 数据, 其收盘价和市值为人民币计价。

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	12392	14034	16708	营业收入	11008	14649	14737	15640	16490
应收款项	2560	2252	2039	1515	1517	营业成本	7364	8498	8506	8985	9421
存货净额	68	67	245	445	733	营业税金及附加	128	163	162	172	181
其他流动资产	622	643	737	782	742	销售费用	776	1160	1011	1046	1072
流动资产合计	10463	13551	15667	17031	19955	管理费用	2348	2745	2726	2812	2895
固定资产	5445	5589	5838	6344	6772	研发费用	12	24	15	16	16
无形资产及其他	6851	6951	6674	6397	6120	财务费用	475	690	560	488	413
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
资产总计	47431	50587	52676	54268	57343	其他收入	177	53	(15)	(16)	(16)
短期借款及交易性金融负债	6807	5903	6139	6016	6016	营业利润	462	1801	2186	2246	2569
应付款项	1315	1449	3341	4681	7332	营业外净收支	33	(7)	20	20	20
其他流动负债	3688	5320	4693	4546	4350	利润总额	495	1793	2206	2266	2589
流动负债合计	11811	12672	14172	15244	17698	所得税费用	250	516	593	596	673
长期借款及应付债券	8058	9893	9893	9793	9693	少数股东损益	132	275	190	156	152
其他长期负债	10412	10662	10662	10662	10662	归属于母公司净利润	113	1002	1422	1514	1764
长期负债合计	18470	20555	20555	20455	20355	现金流量表 (百万元)					
负债合计	30281	33226	34727	35698	38053	净利润	113	1002	1422	1514	1764
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	17246	17852	18557	折旧摊销	592	607	817	892	960
负债和股东权益总计	47431	50587	52676	54268	57343	公允价值变动损失	(197)	(148)	20	(20)	(10)
关键财务与估值指标						财务费用	475	690	560	488	413
每股收益	0.11	0.94	1.33	1.41	1.65	营运资本变动	1033	2525	1197	1474	2204
每股红利	0.43	0.69	0.80	0.85	0.99	其它	(404)	63	28	15	15
每股净资产	15.49	15.59	16.12	16.68	17.34	经营活动现金流	1140	4058	3476	3875	4933
ROIC	0.08%	3.48%	5%	7%	8%	资本开支	0	(722)	(801)	(1101)	(1101)
ROE	0.68%	6.01%	8%	8%	10%	其它投资现金流	(19)	2	40	0	0
毛利率	33%	42%	42%	43%	43%	投资活动现金流	141	(755)	(761)	(1101)	(1101)
EBIT Margin	3%	14%	16%	17%	18%	权益性融资	13	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	18%	21%	22%	23%	负债净变化	64	1835	0	(100)	(100)
收入增长	-3%	33%	1%	6%	5%	支付股利、利息	(461)	(739)	(853)	(908)	(1059)
净利润增长率	13%	783%	42%	6%	17%	其它融资现金流	(18)	(2114)	236	(123)	0
资产负债率	65%	67%	67%	67%	68%	融资活动现金流	(798)	76	(617)	(1131)	(1159)
股息率	1.8%	2.9%	3.3%	3.5%	4.1%	现金净变动	483	3379	2097	1643	2674
P/E	227.5	25.8	18.2	17.1	14.6	货币资金的期初余额	6433	6915	10295	12392	14034
P/B	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4	货币资金的期末余额	6915	10295	12392	14034	16708
EV/EBITDA	57.8	22.1	19.3	17.6	16.5	企业自由现金流	0	3876	2907	3187	4212
						权益自由现金流	0	3597	2734	2605	3806

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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