

锦江酒店 (600754.SH)

短期经营承压，静待整合潜力释放

优于大市

核心观点

2024 年业绩承压，分红率提升至 58%。2024 年公司收入 140.63 亿元/-4.00%，归母净利润 9.11 亿元/-9.06%，扣非净利润 5.39 亿元/-30.32%；其中出售时尚之旅 4.2 亿元贡献一次性非经收益。2024Q4 公司收入 32.73 亿元/-8.51%，归母净亏损 1.95 亿元/去年为盈利 0.27 亿元，扣非净亏损 0.99 亿元/去年为亏损 0.28 亿元，预计主要系计提信用减值、国内直营店与海外业务承压等影响。公司全年累计分红率 58.54%，同比提升 5.13pct，最新股价对应股息率 1.9%。

2024 年超额完成开店目标，Q4 国内 RevPAR 降幅收窄。2024 年公司新开 1515 家，关闭 519 家，开业转筹建 28 家，净增 968 家（全服务+24 家/有限服务加盟+1019 家/有限服务直营-75 家）。2024 年公司超额完成年初 1200 家开店目标，年末在营酒店 13416 家，国内规模第一地位持续巩固。2024 年公司国内有限服务酒店整体 RevPAR 同比下降 5.78%，其中 Q4 降幅（-4.93%）环比 Q3（-8.38%）收窄；全年 RevPAR 恢复至 2019 年 100.13%；其中 Q1-Q4 分别为 101.02%、101.44%、103.15%、95.21%，恢复度上 Q4 出行淡季相对回落。

直营店增亏致国内酒店经营性业绩承压，海外酒店亏损 4 亿+延续拖累。2024 年公司国内有限服务酒店分部收入 93.27 亿元/-6.2%；归母净利润 12.04 亿元/+3.3%；若剔除资产处置收益、减值等后估算利润同比下滑 20%，预计主要系 RevPAR 回落下直营店经营承压影响（参考子公司旅馆投资净利润-1.86 亿元）。国内全服务酒店收入/归母业绩 2.42/0.24 亿元，带来增量贡献。海外酒店收入 42.89 亿元/-1.0%，但财务费用由 4.88 亿增加至 5.56 亿压力下，分部归母净利润由 2023 年亏损 4.07 亿增亏至 4.37 亿元；2024 年餐饮部分收入 2.42 亿元/-3%，分部归母净利润 1.85 亿元/-38%，若剔除去年同期 KFC 协议续签带来公允价值变动收益影响则同比持平微增。

2025 年计划开店规模较去年目标提升，重点关注直营店与海外减亏节奏。公司 2025 年计划新开业 1300 家、新签约 2000 家（2024 年目标为新开业 1200 家，新签约 2500 家）；公司预计 2025 收入同增 2%-7%，其中国内酒店收入同增 5%-10%。目前看公司处于渐进整合阶段，预计在股权激励目标（估算 2025-2026 年扣非归母净利润不低于 12.77/15.48 亿元）下需要行业改善与公司整合潜力释放综合发力：1）如果政策持续发力带动商旅需求复苏及行业趋势向上，则公司国内直营升级减亏与中央预订渠道收费的执行效果值得跟踪；2）去年末公司已完成完成铂涛系 622 少数股权收回及 5%注销，2025 年有望贡献增量业绩。3）海外伴随增资到位及贷款置换等系列操作，降息预期下财务费用压力有望逐步缓解。

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：考虑去年以来国内直营店拖累及海外减亏节奏渐进，我们下修公司 2025-2027 年归母净利润至 11.9/14.6/17.1 亿元（此前预测 25-26 年为 13.3/16.1 亿元），对应 PE 估值 24/19/16x。公司 2015 年以来多轮收购快速规模扩张至国内龙头地位，此后内部整合渐进叠加产品迭代不足，逆风环境下业绩相对承压。短期继续跟踪酒店行业周期趋势，进一步观察公司在激励改善下前中后台整合的执行进展与效果，维持中线“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 **证券分析师：张鲁**
 0755-82150809 010-88005377
 zengguang@guosen.com.cn zhanglu5@guosen.com.cn
 S0980511040003 S0980521120002

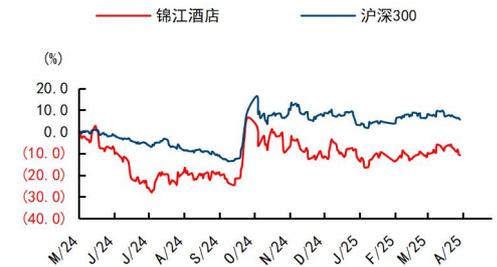
证券分析师：杨玉莹

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	26.22 元
总市值/流通市值	28057/27898 百万元
52 周最高价/最低价	34.40/21.47 元
近 3 个月日均成交额	230.02 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) - 收购核心品牌少数股权助力成长，购股方案设计有望提振市场信心》——2024-12-26
- 《锦江酒店 (600754.SH) - 三季度经营承压，继续跟踪行业供需趋势》——2024-11-01
- 《锦江酒店 (600754.SH) - 海外减亏和资产处置助净利润大增，跟踪出行趋势变化》——2024-09-02
- 《锦江酒店 (600754.SH) - 拟回购股权用于限制性股票激励，有望推动下一轮经营变革》——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

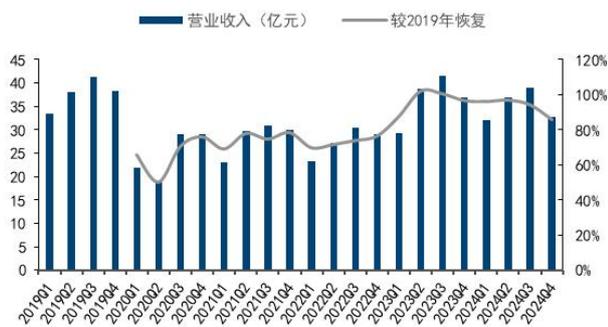
盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	14,649	14,063	14,831	15,594	16,526
(+/-%)	33.1%	-4.0%	5.5%	5.1%	6.0%
归母净利润(百万元)	1002	911	1193	1460	1709
(+/-%)	782.7%	-9.1%	31.0%	22.4%	17.1%
每股收益(元)	0.94	0.85	1.12	1.36	1.60
EBIT Margin	14.1%	12.6%	15.7%	16.7%	17.3%
净资产收益率 (ROE)	6.0%	5.9%	7.5%	8.9%	10.0%
市盈率 (PE)	28.0	30.8	23.5	19.2	16.4
EV/EBITDA	23.0	24.4	20.1	18.2	17.3
市净率 (PB)	1.68	1.82	1.77	1.70	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

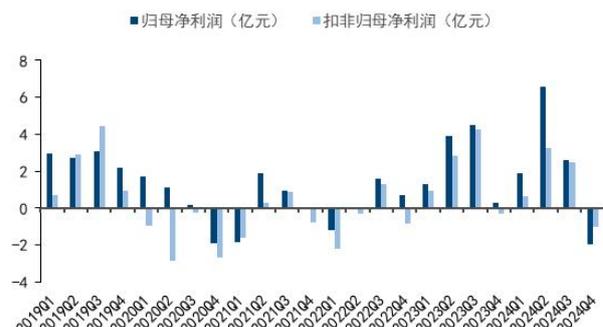
2024年业绩承压，分红率提升至58%。2024年公司收入140.63亿元/-4.00%，归母净利润9.11亿元/-9.06%，扣非净利润5.39亿元/-30.32%，未达成10.06亿元股权激励目标；其中出售时尚之旅4.2亿元贡献一次性非经收益。2024Q4公司收入32.73亿元/-8.51%，归母净亏损1.95亿元/去年为盈利0.27亿元，扣非净亏损0.99亿元/去年为亏损0.28亿元，预计主要系计提信用减值、国内直营店与海外业务承压等影响。公司全年累计分红率58.54%，同比提升5.13pct，最新股价对应股息率1.9%。

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

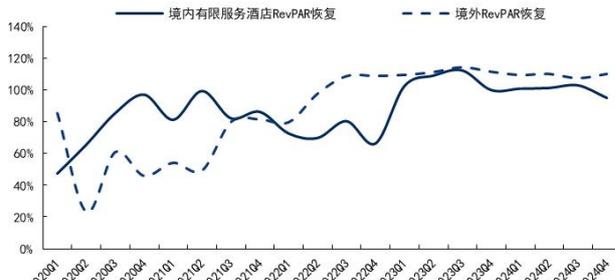
2024年超额完成开店目标，Q4国内RevPAR降幅收窄。2024年公司新开1515家，关闭519家，开业转筹建28家，净增968家（全服务+24家/有限服务加盟+1019家/有限服务直营-75家）。2024年公司超额完成年初1200家开店目标，年末在营酒店13416家，国内规模第一地位持续巩固。2024年公司国内有限服务酒店整体RevPAR同比下降5.78%，其中Q4降幅（-4.93%）环比Q3（-8.38%）收窄；全年RevPAR恢复至2019年100.13%；其中Q1-Q4分别为101.02%、101.44%、103.15%、95.21%，恢复度上Q4出行淡季相对回落。

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

直营店增亏致国内酒店经营性业绩承压，海外酒店亏损4亿+延续拖累。2024年公司国内有限服务酒店分部收入93.27亿元/-6.2%；归母净利润12.04亿元/+3.3%；若剔除资产处置收益、减值等后估算利润同比下滑20%，预计主要系RevPAR回落下直营店经营承压影响（参考子公司旅馆投资净利润-1.86亿元）。国内全服务酒店收入/归母业绩2.42/0.24亿元，带来增量贡献。海外酒店收入42.89亿元/-1.0%，但财务费用由4.88亿增加至5.56亿压力下，分部归母净利润由2023年亏损4.07亿增亏至4.37亿元；2024年餐饮部分收入2.42亿元/-3%，分部归母净利润1.85亿元/-38%，若剔

除去年同期 KFC 协议续签带来公允价值变动收益影响则同比持平微增。

2025 年计划开店规模较去年目标提升，重点关注直营店与海外减亏节奏。公司 2025 年计划新开业 1300 家、新签约 2000 家（2024 年目标为新开业 1200 家，新签约 2500 家）；公司预计 2025 收入同增 2%-7%，其中国内酒店收入同增 5%-10%。目前看公司处于渐进整合阶段，预计在股权激励目标（估算 2025-2026 年扣非归母净利润不低于 12.77/15.48 亿元）下需要行业改善与公司整合潜力释放综合发力：1）如果政策持续发力带动商旅需求复苏及行业趋势向上，则公司国内直营升级减亏与中央预订渠道收费的执行效果值得跟踪；2）去年末公司已完成完成铂涛系 622 少数股权收回及 5% 注销，2025 年有望贡献增量业绩。3）海外伴随增资到位及贷款置换等系列操作，降息预期下财务费用压力有望逐步缓解。

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：考虑去年以来国内直营店拖累及海外减亏节奏渐进，我们下修公司 2025-2027 年归母净利润至 11.9/14.6/17.1 亿元（此前预测 25-26 年为 13.3/16.1 亿元），对应 PE 估值 24/19/16x。公司 2015 年以来多轮收并购快速规模扩张至行业龙头地位，此后内部整合渐进叠加产品迭代不足，逆风环境下业绩相对承压。短期继续跟踪酒店行业周期趋势，进一步观察公司在激励改善下前中后台整合的执行进展与效果，维持中线“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 2025/4/3	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	26.22	281	0.9	0.9	1.1	1.4	28	31	24	19	优于大市
600258.SH	首旅酒店	14.60	163	0.7	0.7	0.8	1.0	21	20	18	15	优于大市
ATAT.O	亚朵	208.46	287	2.2	3.17	4.1	5.0	32	22	17	14	优于大市
1179.HK	华住集团-S	26.80	854	1.1	1.2	1.5	1.7	21	23	18	16	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 其中：华住、亚朵 EPS 采用经调整数据，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)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	10295	9085	10832	12172	14767	营业收入	14649	14063	14831	15594	16526
应收款项	2252	1988	1887	1389	1398	营业成本	8498	8505	8557	8889	9387
存货净额	67	49	251	448	743	营业税金及附加	163	148	163	172	182
其他流动资产	643	753	742	780	744	销售费用	1160	1068	1053	1092	1124
流动资产合计	13551	12456	13967	15043	17907	管理费用	2745	2546	2719	2829	2966
固定资产	5589	3984	4606	5243	5810	研发费用	24	24	15	16	17
无形资产及其他	6951	6799	6528	6257	5986	财务费用	690	750	537	466	391
投资性房地产	23983	22362	22362	22362	22362	投资收益	206	630	100	100	100
长期股权投资	512	509	509	509	509	资产减值及公允价值变动	148	34	0	0	0
资产总计	50587	46110	47972	49414	52574	其他收入	53	(19)	(15)	(16)	(17)
短期借款及交易性金融负债	5903	6852	7127	6984	6984	营业利润	1801	1691	1887	2231	2561
应付款项	1449	1431	3427	4711	7427	营业外净收支	(7)	(46)	(30)	(30)	(30)
其他流动负债	5320	5698	4794	4592	4435	利润总额	1793	1645	1857	2201	2531
流动负债合计	12672	13982	15348	16287	18846	所得税费用	516	501	473	561	645
长期借款及应付债券	9893	7045	7045	6945	6845	少数股东损益	275	233	190	180	176
其他长期负债	10662	9401	9401	9401	9401	归属于母公司净利润	1002	911	1193	1460	1709
长期负债合计	20555	16446	16446	16346	16246	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	33226	30427	31793	32633	35092	净利润	1002	911	1193	1460	1709
少数股东权益	684	274	293	311	329	资产减值准备	9	(5)	(4)	0	0
股东权益	16677	15409	15886	16470	17153	折旧摊销	607	626	655	735	804
负债和股东权益总计	50587	46110	47972	49414	52574	公允价值变动损失	(148)	(34)	0	0	0
						财务费用	690	750	537	466	391
						营运资本变动	2525	887	998	1347	2291
						其它	63	(152)	23	18	17
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	经营活动现金流	4058	2232	2864	3559	4821
每股收益	0.94	0.85	1.12	1.36	1.60	资本开支	0	1154	(1001)	(1101)	(1101)
每股红利	0.69	1.43	0.67	0.82	0.96	其它投资现金流	2	(286)	325	0	0
每股净资产	15.59	14.40	14.85	15.39	16.03	投资活动现金流	(33)	872	(676)	(1101)	(1101)
ROIC	3.48%	2.80%	6%	7%	9%	权益性融资	32	0	0	0	0
ROE	6.01%	5.91%	8%	9%	10%	负债净变化	1835	(2848)	0	(100)	(100)
毛利率	42%	40%	42%	43%	43%	支付股利、利息	(739)	(1527)	(716)	(876)	(1026)
EBIT Margin	14%	13%	16%	17%	17%	其它融资现金流	(2868)	4438	274	(143)	0
EBITDA Margin	18%	17%	20%	21%	22%	融资活动现金流	(646)	(4313)	(442)	(1118)	(1126)
收入增长	33%	-4%	5%	5%	6%	现金净变动	3379	(1210)	1747	1340	2595
净利润增长率	783%	-9%	31%	22%	17%	货币资金的期初余额	6915	10295	9085	10832	12172
资产负债率	67%	67%	67%	67%	67%	货币资金的期末余额	10295	9085	10832	12172	14767
股息率	2.6%	5.4%	2.6%	3.1%	3.7%	企业自由现金流	0	3899	2382	2916	4118
P/E	28.0	30.8	23.5	19.2	16.4	权益自由现金流	0	5489	2256	2326	3727
P/B	1.7	1.8	1.8	1.7	1.6						
EV/EBITDA	23.0	24.4	20.1	18.2	17.3						

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±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±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