

锦江酒店（600754）

开店节奏稳中提速，业绩修复动能释放

投资评级

买入

维持评级

2025 年 04 月 17 日

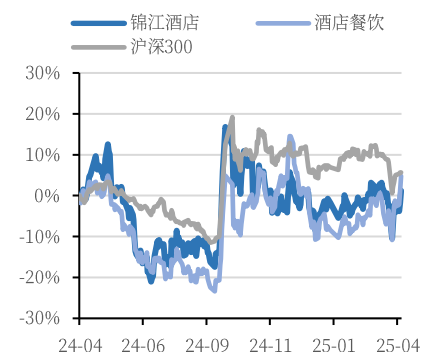
收盘价(元):

27.15

公司基本数据

总股本(百万股)	1,070.04
总市值(百万)	29,051.70
流通股本(百万股)	908.01
流通市值(百万)	24,652.47
12 月最高/最低价(元)	34.40/21.47
资产负债率(%)	65.99
每股净资产(元)	14.40
市盈率(TTM)	31.89
市净率(PB)	1.89
净资产收益率(%)	5.91

股价走势图



作者

裴伊凡 分析师
SAC 执业证书: S0640516120002
联系电话: 010-59562517
邮箱: peiyf@avicsec.com

郭念伟 研究助理
SAC 执业证书: S0640123040023
联系电话:
邮箱: guonw@avicsec.com

相关研究报告

公司股权激励计划落地，深化改革释放增长潜力 —2024-08-19

◆ 事件：公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 140.63 亿元，同比-4.00%；归母净利润 9.11 亿元，同比-9.06%；扣非后归母净利润 5.39 亿元，同比-30.32%。毛利率 39.52%，同比-2.47pct；净利率 8.14%，同比-0.58pct。

单季度来看，24Q4 公司实现营收 32.73 亿元，同比-11.24%；归母净利润-1.95 亿元，同比转负；毛利率 33.09%，同比-7.05pct，环比-11.25pct；净利率-4.27%，同比转负。

◆ 受市场需求疲软、成本费用压力上升等影响，公司业绩有所承压。

➢ 业绩方面，公司收入延续历史高位，尽管出售时尚之旅 100%股权及处置部分酒店资产带来一定收益，但利润仍出现大幅下降，主要系本期旗下境内有限服务型酒店营收同比下滑所致。分季度看，Q1~Q4 公司分别实现营收 32.06/36.86/38.98/32.73/亿元，同比+9.72%/-5.10%/-6.20%/-11.24%；归母净利润分别为 1.90/6.58/2.58/-1.95 亿元，同比+45.78%/+67.41%/-42.89%/-828.13%。分业务看，酒店客房业务全年实现营收 55.17 亿元/同比-10.94%；持续加盟及劳务派遣服务/餐饮服务/会员相关服务/订房渠道/前期加盟服务分别实现营收 47.97/9.99/7.24/6.69/5.42 亿元，同比+2.46%/+2.68%/+38.88%/-11.43%/-18.89%。

➢ 盈利能力方面，①毛利率方面，24 年公司整体毛利率为 39.52%/同比-2.47pct，主要由于酒店客房（15.51%/同比-3.52pct）、持续加盟及劳务派遣服务（60.49%/同比-6.49pct）、前期加盟服务（29.74%/同比-8.46pct）毛利率下降所致。②费率方面，24 年公司整体费用率为 31.21%/同比-0.33pct，其中销售费用率为 7.59%/同比-0.33pct，管理费用率为 18.11%/同比-0.63pct，财务费用率为 5.34%/同比+0.63pct。③净利率方面，24 年公司净利率为 8.14%/同比-0.58pct。

◆ 品牌矩阵持续完善，轻资产加盟模式快速扩张品牌。2024 年公司净增酒店 968 家，其中有限服务型酒店加盟店净增 1019 家，直营门店

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

净减少 75 家，轻资产战略持续深化。截至 2024 年末，公司共开业酒店 13,416 家、开业客房总数 129.10 万间，加盟门店占比已达 94.26%。当前在营中端酒店占比 60.13%，公司积极部署构建

“12+3+1”品牌发展战略，覆盖商旅、休闲、个性化等多层次需求。2025 年公司计划新增开业酒店 1300 家，新增签约酒店 2,000 家，品牌梯队将持续丰富。我们认为，品牌结构优化与加盟扩张协同推进，有望提升坪效与运营杠杆，强化公司规模优势和盈利基础。

- ◆ **数字化平台深入落地，运营管理能力全面提效。**截至 2024 年底，WeHotel 平台有效会员总数达到 2.05 亿，公司进一步打通锦江荟 App、公众号等多个入口，实现积分货币化和多平台引流。GPP 全球采购平台覆盖酒店装修、客房、清洁、工程等多个品类，贯穿酒店全生命周期，协同实现标准化与降本增效。2024 年公司积极打造人力资源数字化平台，升级了锦江“云学堂”，24H1 在线学习达 91.3 万人次；发布 AI 超级员工“JINTELL”，推动酒店从开业、运营、营销到服务的全流程智能化升级。我们认为，数字化能力构筑管理护城河，将助力加盟店质量升级，持续释放运营效率红利。
- ◆ **海外资产结构重整，盈利修复有望加速兑现。**2024 年公司境外有限服务型酒店营业收入 5.56 亿欧元，同比下降 1.8%，但 RevPAR 同比提升 0.36%。尽管卢浮集团仍处亏损状态，但公司持续推进债务重组、组织架构优化，并加强“品牌+管理”输出能力。2024 年境外自营及租赁酒店数量小幅下降至 272 家，加盟酒店保持约 900 家，重心逐步向轻资产过渡。我们认为，海外业务仍处修复周期，但盈利拐点已现，管理提效与成本压降有望驱动中长期业绩反转。
- ◆ **投资建议：**公司主业稳健，品牌梯队完善、数字化驱动效应逐步释放。随着文旅市场复苏延续、直营调整优化与海外业务改善，公司业绩修复动能强，估值具备提升空间。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 11.33/13.89/16.68 亿元，EPS 分别为 1.06/1.30/1.56 元，对应目前 PE 分别为 26/21/17，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**宏观经济波动风险、经营与成本风险、汇率风险、政策与合规风险。

业绩加速回暖，持续推进公司高质量发展 —
2024-04-21
品牌矩阵优化，规模效益量质齐升 —2023-12-07

◆ 盈利预测

单位/百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	14649.38	14062.98	14754.58	15608.68	16636.25
增长率 (%)	33.08%	-4.00%	4.92%	5.79%	6.58%
归属母公司股东净利润	1001.75	911.03	1132.94	1388.64	1667.80
增长率 (%)	782.71%	-9.06%	24.36%	22.57%	20.10%
每股收益 EPS(元)	0.94	0.85	1.06	1.30	1.56
PE	29.00	31.89	25.64	20.92	17.42

资料来源：同花顺，中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	6915.43	10294.79	9085.10	7732.56	8610.59	9975.36	营业收入	11007.62	14649.38	14062.98	14754.58	15608.68	16636.25
应收票据及账款	1854.24	1705.69	1407.07	1893.21	2002.80	2134.65	营业成本	7364.02	8498.37	8504.73	8616.90	8862.82	9281.18
预付账款	151.05	157.30	204.25	191.73	202.83	216.18	税金及附加	127.99	162.68	148.24	163.64	173.12	184.51
其他应收款	831.04	642.48	676.68	823.66	871.34	928.70	销售费用	776.48	1160.02	1067.59	1062.33	1123.82	1181.17
存货	67.83	66.51	48.90	65.45	67.32	70.50	管理费用	2347.97	2744.96	2546.49	2641.07	2778.34	2911.34
其他流动资产	643.05	684.10	1033.51	899.32	932.04	971.41	研发费用	11.96	24.39	24.23	25.08	26.53	28.28
流动资产总计	10462.65	13550.87	12455.52	11605.93	12686.92	14296.81	财务费用	475.39	689.84	750.37	570.15	343.09	153.88
长期股权投资	477.05	512.33	508.89	601.26	693.62	785.98	资产减值损失	-4.01	-13.23	-7.92	-9.00	-9.52	-10.15
固定资产	12954.64	13072.57	10470.12	8919.40	7352.04	5768.03	信用减值损失	-37.40	-54.67	-129.85	-29.51	-31.22	-33.27
在建工程	526.90	624.07	637.49	531.24	424.99	318.74	其他经营损益	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	6851.43	6951.49	6798.91	5665.76	4532.61	3399.45	投资收益	172.27	206.24	630.43	418.34	418.34	418.34
长期待摊费用	1475.93	1321.82	1180.93	590.46	0.00	0.00	公允价值变动损益	200.67	160.96	42.22	150.00	60.00	50.00
其他非流动资产	14682.46	14553.89	14058.12	14097.14	14097.14	14097.14	资产处置收益	115.21	63.48	92.52	90.41	90.41	90.41
非流动资产合计	36968.42	37036.17	33654.45	30405.26	27100.40	24369.36	其他收益	111.12	68.79	42.64	74.19	74.19	74.19
资产总计	47431.07	50587.04	46109.97	42011.20	39787.32	38666.16	营业利润	461.68	1800.69	1691.39	2369.83	2903.14	3485.38
短期借款	148.81	360.74	950.81	0.00	0.00	0.00	营业外收入	73.25	35.76	25.68	44.90	44.90	44.90
应付票据及账款	1315.43	1449.13	1430.61	1486.02	1528.43	1600.57	营业外支出	40.15	43.12	72.01	51.76	51.76	51.76
其他流动负债	10346.44	10862.04	11600.13	11652.86	12059.54	12649.16	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	11810.68	12671.91	13981.55	13138.87	13587.97	14249.73	利润总额	494.78	1793.33	1645.05	2362.96	2896.27	3478.52
长期借款	16381.13	18208.50	14223.44	9772.24	5634.44	2092.20	所得税	249.65	516.15	500.74	699.68	857.60	1030.00
其他非流动负债	2088.97	2346.05	2222.47	2222.47	2222.47	2222.47	净利润	245.13	1277.18	1144.31	1663.28	2038.67	2448.51
非流动负债合计	18470.10	20554.56	16445.91	11994.71	7856.90	4314.67	少数股东损益	131.64	275.44	233.28	530.34	650.03	780.71
负债合计	30280.78	33226.46	30427.46	25133.59	21444.87	18564.40	归属母公司股东净利	113.49	1001.75	911.03	1132.94	1388.64	1667.80
股本	1070.04	1070.04	1070.04	1070.04	1070.04	1070.04	EBITDA	1994.12	3486.16	3403.32	6313.69	6636.58	6455.80
资本公积	12502.75	11848.85	10467.14	10467.14	10467.14	10467.14	NOPLAT	307.76	1613.87	1604.77	1900.21	2179.13	2462.83
留存收益	3000.31	3758.14	3871.38	4536.14	5350.95	6329.55	EPS (元)	0.11	0.94	0.85	1.06	1.30	1.56
归属母公司权益	16573.10	16677.04	15408.56	16073.33	16888.13	17866.73	主要财务比率 会计年度 成长能力						
少数股东权益	577.18	683.54	273.95	804.29	1454.32	2235.03							
股东权益合计	17150.29	17360.57	15682.51	16877.61	18342.45	20101.76	营收增长率	-2.92%	33.08%	-4.00%	4.92%	5.79%	6.58%
负债和股东权益合计	47431.07	50587.04	46109.97	42011.20	39787.32	38666.16	营业利润增长率	-20.04%	290.03%	-6.07%	40.11%	22.50%	20.06%
现金流量表							EBIT增长率	-15.28%	155.95%	-3.53%	22.45%	10.44%	12.13%
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	EBITDA增长率	-12.11%	74.82%	-2.38%	85.52%	5.11%	-2.72%
税后经营利润	245.13	1277.18	1144.31	1152.21	1590.95	2007.83	归母净利润增长率	12.79%	782.71%	-9.06%	24.36%	22.57%	20.10%
折旧与摊销	1023.94	1002.99	1007.90	3380.58	3397.23	2823.41	经营现金流增长率	20.53%	326.53%	-40.52%	101.96%	19.18%	-3.11%
财务费用	475.39	689.84	750.37	570.15	343.09	153.88	盈利能力						
投资损失	-172.27	-206.24	-630.43	-418.34	-418.34	-418.34	净利率	33.10%	41.99%	39.52%	41.60%	43.22%	44.21%
营运资金变动	-302.55	1394.21	382.67	-394.83	246.14	416.65	净利率	2.23%	8.72%	8.14%	11.27%	13.06%	14.72%
其他经营现金流	-345.17	-214.85	-309.62	446.63	485.66	485.66	营业利润率	4.19%	12.29%	12.03%	16.06%	18.60%	20.95%
经营性现金净流量	924.48	3943.13	2345.19	4736.40	5644.72	5469.09	ROE	0.68%	6.01%	5.91%	7.05%	8.22%	9.33%
资本支出	698.32	542.94	1105.14	0.00	-0.00	0.00	ROA	0.24%	1.98%	1.98%	2.70%	3.49%	4.31%
长期投资	658.60	1898.61	1716.14	0.00	0.00	0.00	ROIC	0.99%	5.55%	5.56%	7.68%	9.87%	13.10%
其他投资现金流	271.67	-244.73	2238.32	351.39	288.04	281.00	估值倍数						
投资性现金净流量	231.95	1110.94	2849.32	351.39	288.04	281.00	P/E	255.99	29.00	31.89	25.64	20.92	17.42
短期借款	-720.21	211.93	590.08	-950.81	0.00	0.00	P/S	2.64	1.98	2.07	1.97	1.86	1.75
长期借款	-157.30	1827.37	-3985.06	-4451.20	-4137.81	-3542.23	P/B	1.75	1.74	1.89	1.81	1.72	1.63
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	股息率	0.22%	1.84%	0.44%	1.61%	1.98%	2.37%
资本公积增加	-68.10	-653.90	-1381.72	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	77.24	17.79	15.89	11.96	9.56	7.47
其他筹资现金流	-2612.50	-4954.89	-1470.31	-1038.32	-916.92	-843.08	EV/EBITDA	37.58	12.67	11.19	5.55	4.66	4.20
筹资性现金净流量	-3558.11	-3569.49	-6247.01	-6440.33	-5054.73	-4385.31	EV/NOPLAT	243.51	27.37	23.72	18.45	14.21	11.02
现金流量净额	-2388.44	1516.55	-1085.24	-1352.54	878.03	1364.78							

数据来源: 同花顺iFinD

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把脉最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003
李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637